



BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE
EUROSYSTEME

Bulletin économique

Numéro 6 / 2019



Sommaire

Évolutions économiques et monétaires	2
Vue d'ensemble	2
1 Environnement extérieur	6
2 Évolutions financières	16
3 Activité économique	22
4 Prix et coûts	27
5 Monnaie et crédit	33
6 Évolutions budgétaires	41
Encadrés	44
1 Le train de mesures de politique monétaire de septembre	44
2 Conditions de la liquidité et opérations de politique monétaire du 17 avril au 30 juillet 2019	49
3 Les raisons de la baisse de la production industrielle dans la zone euro : facteurs domestiques et facteurs extérieurs	55
4 La phase actuelle d'expansion de l'emploi dans la zone euro au regard des évolutions historiques	59
5 Le risque lié au revenu des ménages au cours du cycle d'activité	64
6 Comment les bénéfices déterminent-ils les tensions sur les prix domestiques dans la zone euro ?	71
Articles	75
1 Les données relatives aux transactions sur produits dérivés et leur utilisation dans l'analyse de banque centrale	75
2 Taxonomie des instruments de la BCE disponibles pour la supervision bancaire	94
Statistiques	S1

Évolutions économiques et monétaires

Vue d'ensemble

Au terme d'une évaluation approfondie des perspectives économiques et d'inflation pour la zone euro, en tenant compte également des dernières projections macroéconomiques établies par les services de la BCE pour la zone euro, le Conseil des gouverneurs a pris une série de décisions lors de sa réunion de politique monétaire du 12 septembre en vue de réaliser son objectif de stabilité des prix. Les informations disponibles depuis la dernière réunion du Conseil des gouverneurs signalent une atonie plus prolongée de l'économie de la zone euro, la persistance d'importants risques à la baisse et la faiblesse des tensions inflationnistes. C'est ce que reflètent les projections macroéconomiques de septembre établies par les services de la BCE, qui mettent en évidence une nouvelle dégradation des perspectives d'inflation. Dans le même temps, la croissance solide de l'emploi et l'augmentation des salaires continuent de soutenir la capacité de résistance de l'économie de la zone euro. Dans ce contexte général, le Conseil des gouverneurs a adopté un ensemble exhaustif de mesures de politique monétaire visant à remédier à l'insuffisance persistante de l'inflation par rapport à son objectif (cf. encadré 1).

Évaluation économique et monétaire au moment de la réunion du Conseil des gouverneurs du 12 septembre 2019

La croissance mondiale s'est modérée au premier semestre 2019, reflétant une décélération de l'activité économique dans les économies avancées comme dans les économies émergentes. Cette évolution est conforme aux indicateurs tirés d'enquêtes, qui font état d'une atonie de l'activité mondiale. La croissance mondiale devrait se modérer cette année, dans un contexte marqué par la faiblesse de l'activité dans le secteur manufacturier au niveau mondial, en raison d'une baisse de l'investissement et d'une accentuation de l'incertitude relative à la politique économique et de l'incertitude politique due au Brexit, et par la nouvelle intensification des tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine. Pour l'avenir, la croissance mondiale devrait se redresser progressivement à moyen terme, mais rester cependant inférieure à sa moyenne de long terme. Le commerce mondial devrait encore se ralentir fortement cette année avant de se redresser à moyen terme, tout en demeurant plus modéré que l'activité économique. Les tensions inflationnistes mondiales devraient demeurer contenues, tandis que les risques à la baisse pesant sur l'activité mondiale se sont intensifiés.

Les taux sans risque à long terme ont baissé au niveau mondial depuis la réunion du Conseil des gouverneurs de juin 2019, dans un contexte d'anticipation par les marchés d'une poursuite de la politique monétaire accommodante et de regain d'incertitude relative au commerce mondial. Ce recul des taux sans risque a soutenu les prix des actions et des obligations

d'entreprises dans la zone euro. Parallèlement, les prévisions de bénéfices des entreprises ont légèrement diminué en raison des doutes persistants concernant les perspectives macroéconomiques mondiales. La courbe des taux anticipés de l'Eonia s'est également déplacée vers le bas. Sur les marchés des changes, l'euro est resté globalement inchangé en termes pondérés des échanges commerciaux.

Au deuxième trimestre 2019, la croissance du PIB en volume de la zone euro est ressortie à 0,2 % en rythme trimestriel, après une hausse de 0,4 % au trimestre précédent. Les données économiques et les résultats d'enquêtes devenus disponibles continuent d'indiquer une croissance modérée mais positive au troisième trimestre de cette année. Ce ralentissement de la croissance reflète principalement la faiblesse actuelle du commerce international dans un contexte de persistance des incertitudes au niveau mondial, qui pèsent en particulier sur le secteur manufacturier de la zone euro. Dans le même temps, les secteurs des services et de la construction restent dynamiques et l'expansion de la zone euro est également soutenue par les conditions de financement favorables, de nouvelles créations d'emplois, la hausse des salaires, l'orientation budgétaire légèrement expansionniste au sein de la zone euro et la croissance, même un peu plus faible, de l'activité mondiale.

Cette évaluation se reflète aussi largement dans les projections macroéconomiques de septembre 2019 établies par les services de la BCE pour la zone euro. Ces projections tablent sur une croissance annuelle du PIB en volume de 1,1 % en 2019, 1,2 % en 2020 et 1,4 % en 2021. Par rapport aux projections macroéconomiques de juin 2019 établies par les services de l'Eurosystème, les perspectives de croissance du PIB en volume ont été revues à la baisse pour 2019 et 2020. Les risques pesant sur les perspectives de croissance de la zone euro restent orientés négativement. Ces risques ont trait principalement à la persistance des incertitudes liées aux facteurs géopolitiques, à la menace protectionniste croissante et aux vulnérabilités sur les marchés émergents.

Selon l'estimation rapide d'Eurostat, la hausse annuelle de l'IPCH dans la zone euro s'est établie à 1,0 % en août 2019, sans changement par rapport à juillet.

La hausse plus modérée des prix de l'énergie a été contrebalancée par une plus forte augmentation des prix des produits alimentaires, tandis que le taux d'inflation mesuré par l'IPCH hors produits alimentaires et énergie est demeuré inchangé. Sur la base des prix actuels des contrats à terme sur le pétrole, l'inflation totale devrait diminuer avant d'augmenter à nouveau vers la fin de l'année. Les mesures de l'inflation sous-jacente sont demeurées globalement modérées et les indicateurs des anticipations d'inflation s'établissent à de bas niveaux. Alors que les tensions sur les coûts de main-d'œuvre se sont accentuées et généralisées dans un contexte de niveaux élevés d'utilisation des capacités de production et de tensions sur les marchés du travail, leurs répercussions sur l'inflation sont plus lentes qu'anticipé antérieurement. À moyen terme, l'inflation sous-jacente devrait s'accélérer, soutenue par les mesures de politique monétaire de la BCE, par la poursuite de la croissance économique et par la croissance robuste des salaires.

Cette évaluation se reflète largement dans les projections macroéconomiques de septembre 2019 établies par les services de la BCE pour la zone euro, qui tablent sur une hausse annuelle de l'IPCH de 1,2 % en 2019, de 1,0 % en 2020 et

de 1,5 % en 2021. Par rapport aux projections macroéconomiques de juin 2019 réalisées par les services de l'Eurosystème, les perspectives de hausse de l'IPCH ont été révisées à la baisse sur l'ensemble de l'horizon de projection, reflétant la baisse des prix de l'énergie et le contexte d'atonie de la croissance. La hausse annuelle de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires devrait s'établir à 1,1 % en 2019, à 1,2 % en 2020 et à 1,5 % en 2021.

La croissance annuelle de la monnaie au sens large s'est nettement accentuée en juillet 2019, tandis que celle des prêts au secteur privé est demeurée globalement inchangée. La croissance de la monnaie au sens large (M3) s'est accentuée, s'établissant à 5,2 % en juillet 2019, après 4,5 % en juin. Les taux de croissance soutenus de l'agrégat monétaire large reflètent la poursuite de la création de crédit bancaire à destination du secteur privé et la faiblesse des coûts d'opportunité de la détention d'instruments inclus dans M3. De plus, la croissance de M3 a continué de faire preuve de résistance face à la diminution progressive de la contribution mécanique des achats nets réalisés dans le cadre du programme d'achats d'actifs (APP) et à l'essoufflement de la dynamique économique. Dans le même temps, les conditions favorables de financement et de prêt des banques ont continué de soutenir les flux de prêts et, donc, la croissance économique. Le taux de croissance annuel des prêts aux sociétés non financières est resté stable, à 3,9 %, en juillet 2019. Les mesures de politique monétaire adoptées par le Conseil des gouverneurs, y compris les modalités plus accommodantes de la nouvelle série d'opérations trimestrielles de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO III), contribueront à préserver les conditions favorables d'octroi de crédits bancaires et continueront de soutenir l'accès au financement, en particulier pour les petites et moyennes entreprises.

L'orientation budgétaire au niveau agrégé pour la zone euro devrait demeurer faiblement expansionniste, apportant ainsi un soutien à l'activité économique.

Au cours des deux prochaines années, l'orientation demeurera faiblement expansionniste, essentiellement en raison des nouvelles réductions de la fiscalité directe et des contributions sociales dans la plupart des grandes économies de la zone euro. En raison de la détérioration des perspectives économiques et de l'importance persistante de risques à la baisse, les pays disposant d'une marge de manœuvre budgétaire devraient agir de manière efficace et rapide. Dans les pays dont la dette publique est élevée, les autorités doivent mettre en œuvre des politiques prudentes qui créeront les conditions permettant le libre jeu des stabilisateurs automatiques.

Décisions de politique monétaire

Au terme de l'examen régulier de la situation économique et monétaire, le Conseil des gouverneurs a pris les décisions suivantes :

- Premièrement, le taux d'intérêt de la facilité de dépôt a été abaissé de 10 points de base, à – 0,50 %. Les taux d'intérêt des opérations principales de refinancement et de la facilité de prêt marginal ont été laissés inchangés à leurs niveaux actuels de, respectivement, 0,00 % et 0,25 %. Le Conseil des

gouverneurs prévoit maintenant que les taux d'intérêt directeurs de la BCE resteront à leurs niveaux actuels ou à des niveaux plus bas jusqu'à ce qu'il ait constaté que les perspectives d'inflation convergent durablement vers un niveau suffisamment proche de, mais inférieur à 2 % sur son horizon de projection, et que cette convergence se reflète de manière cohérente dans la dynamique d'inflation sous-jacente.

- Deuxièmement, les achats nets reprendront dans le cadre de l'APP à un rythme mensuel de 20 milliards d'euros à partir du 1^{er} novembre. Le Conseil des gouverneurs prévoit d'avoir recours à l'APP aussi longtemps que nécessaire pour renforcer les effets accommodants de ses taux d'intérêt et d'y mettre fin peu avant de commencer à relever les taux d'intérêt directeurs de la BCE.
- Troisièmement, les réinvestissements, en totalité, des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance achetés dans le cadre de l'APP se poursuivront pendant une période prolongée après la date à laquelle le Conseil des gouverneurs commencera à relever les taux d'intérêt directeurs de la BCE et, en tout cas, aussi longtemps que nécessaire pour maintenir des conditions de liquidité favorables et un degré élevé de soutien monétaire.
- Quatrièmement, le Conseil des gouverneurs a décidé de modifier les modalités des TLTRO III afin de préserver des conditions de prêts bancaires favorables, d'assurer une transmission harmonieuse de la politique monétaire et d'appuyer davantage l'orientation accommodante de la politique monétaire. Le taux d'intérêt de chaque opération sera désormais fixé au niveau du taux moyen appliqué aux opérations principales de refinancement de l'Eurosystème effectuées pendant la durée de la TLTRO concernée. Pour les banques dont les prêts nets éligibles dépassent une valeur de référence, le taux appliqué aux TLTRO III sera plus bas et pourra être aussi bas que le taux d'intérêt moyen de la facilité de dépôt constaté sur la durée de l'opération. La durée des opérations sera portée de deux à trois ans.
- Cinquièmement, pour soutenir la transmission de la politique monétaire par le canal bancaire, le Conseil des gouverneurs a décidé de mettre en place un système de rémunération des réserves à deux paliers, dans lequel une partie de l'excédent de liquidité détenu par les banques ne sera pas soumise au taux négatif de la facilité de dépôt.

Le Conseil des gouverneurs a pris ces décisions afin de remédier à l'insuffisance persistante de l'inflation par rapport à son objectif. Cet ensemble exhaustif de décisions de politique monétaire adoptées par la BCE fournit une relance monétaire substantielle pour conserver des conditions financières très favorables et soutenir l'expansion de l'activité dans la zone euro, le renforcement en cours des tensions sur les prix domestiques et, partant, la convergence durable de l'inflation vers l'objectif à moyen terme du Conseil des gouverneurs. Le Conseil des gouverneurs a rappelé la nécessité d'une orientation très accommodante de la politique monétaire pendant une période prolongée. Pour l'avenir, il reste prêt à ajuster l'ensemble de ses instruments de façon adéquate pour assurer le rapprochement durable de l'inflation par rapport à son objectif, conformément à son engagement en faveur de la symétrie.

La croissance mondiale s'est modérée au premier semestre 2019, reflétant une décélération de l'activité économique dans les économies avancées comme dans les économies émergentes. Cette évolution est conforme aux indicateurs tirés d'enquêtes, qui font état d'une atonie de l'activité mondiale. L'activité dans les services, bien que s'affaiblissant, continue de soutenir la croissance, tandis que la dynamique de la croissance dans l'industrie manufacturière mondiale reste modérée. La croissance mondiale devrait diminuer cette année, dans un contexte marqué par la faiblesse de l'activité dans le secteur manufacturier au niveau mondial en raison d'une baisse de l'investissement et d'une accentuation de l'incertitude relative à la politique économique et de l'incertitude politique due au Brexit, et par la nouvelle intensification des tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine. Même si ces facteurs défavorables devraient peser sur l'activité et le commerce au niveau mondial cette année et la suivante, les mesures accommodantes prises récemment devraient apporter un certain soutien. Par conséquent, la croissance mondiale devrait se stabiliser à moyen terme, mais à un niveau inférieur au taux de croissance moyen observé avant la crise. Le commerce mondial devrait encore s'affaiblir considérablement cette année, mais se redresser à moyen terme, tout en restant plus modéré que l'activité économique. Les tensions inflationnistes mondiales devraient demeurer contenues, tandis que les risques à la baisse pesant sur l'activité mondiale se sont intensifiés.

Activité économique et échanges commerciaux à l'échelle mondiale

La croissance mondiale s'est modérée au premier semestre 2019. Au premier trimestre, la croissance du PIB en volume a relativement bien résisté dans la plupart des économies avancées sous l'effet de facteurs temporaires dans certains pays (tels que les contributions positives des exportations nettes et l'accumulation de stocks aux États-Unis, ainsi que la constitution de stocks avant la date initialement retenue pour le Brexit au Royaume-Uni). Au deuxième trimestre, l'incidence de ces facteurs s'estompant, la croissance s'est modérée. Aux États-Unis, avec la stabilisation des importations, la contribution négative des exportations nettes a pesé sur la croissance malgré la relance budgétaire et la bonne tenue de la consommation privée. Au Royaume-Uni, la croissance est devenue négative au deuxième trimestre en raison, notamment, d'un ralentissement de l'investissement. Si l'activité est restée stable en Chine au premier semestre dans un contexte de résistance de la consommation privée, la croissance a marqué le pas dans plusieurs autres économies de marché émergentes (EME) au premier trimestre, reflétant des facteurs idiosyncratiques défavorables dans certains pays (la rupture d'un barrage au Brésil et la contamination d'un oléoduc en Russie) et la persistance d'autres facteurs défavorables, comme la forte incertitude politique au niveau national (au Mexique et au Brésil). La croissance s'est redressée au deuxième trimestre avec la dissipation de certains de ces facteurs, et l'activité économique a continué de croître dans certains autres pays (par exemple en Turquie, en raison de la vigueur de la consommation privée et d'une contribution positive des exportations nettes).

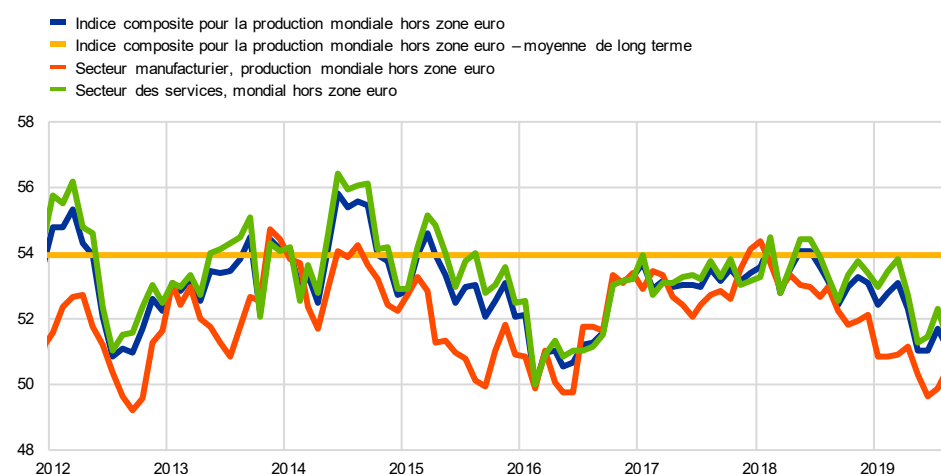
Les indicateurs tirés d'enquêtes continuent d'aller dans le sens d'une croissance mondiale modérée.

L'indice composite des directeurs d'achat pour l'ensemble de la production mondiale hors zone euro a encore diminué au deuxième trimestre 2019 et a de nouveau baissé en août, après un léger rebond en juillet. Le ralentissement observé au premier semestre a concerné l'ensemble des économies avancées et émergentes, même si, plus récemment, une légère reprise a été enregistrée par l'indicateur composite des directeurs d'achat pour les EME. L'activité mondiale dans le secteur des services, qui avait globalement mieux résisté au début de l'année, s'est également détériorée au deuxième trimestre et a diminué encore davantage au mois d'août, mais reste supérieure au seuil de 50. L'activité manufacturière au niveau mondial s'est inscrite sur une tendance baissière pour l'année écoulée. Après avoir enregistré une contraction en juin et juillet (c'est-à-dire une valeur inférieure au seuil de 50), elle a rebondi au-dessus du seuil neutre en août (cf. graphique 1).

Graphique 1

Indice composite des directeurs d'achat pour la production mondiale

(indices de diffusion)



Sources : Markit et calculs de la BCE.

Notes : Les dernières observations se rapportent à août 2019. La « moyenne de long terme » fait référence à la période allant de janvier 1999 à août 2019.

Les conditions financières mondiales ont affiché une certaine volatilité ces derniers mois.

Depuis la finalisation des projections macroéconomiques de juin 2019 établies par les services de l'Eurosystème, les prix des actifs risqués ont enregistré une certaine volatilité dans un contexte de signaux contradictoires. D'une part, l'espoir d'un accord commercial bilatéral entre les États-Unis et la Chine et l'anticipation d'une politique monétaire plus accommodante de part et d'autre de l'Atlantique ont entraîné un rebond des prix des actifs en juin et en juillet. En raison de l'anticipation de réductions de taux par les investisseurs, les rendements des bons du Trésor américain et les rendements des autres obligations d'État sûres ont considérablement diminué, tandis que les conditions financières dans les EME se sont nettement assouplies. D'autre part, la nouvelle aggravation du différend commercial entre les États-Unis et la Chine début août et l'indication du comité fédéral de l'*open market* (FOMC) selon laquelle la réduction du taux directeur en juillet ne marquait pas le

début d'un cycle d'assouplissement ont découragé l'appétence pour le risque, entraînant des pertes importantes sur les marchés boursiers mondiaux, tandis que les rendements des principales obligations souveraines ont continué de diminuer en raison de la baisse des primes de terme. Malgré l'épisode récent d'aversion pour le risque, les conditions des marchés financiers restent favorables dans les économies avancées et émergentes.

La croissance mondiale devrait se modérer cette année. Différents facteurs défavorables continuent de peser sur l'économie mondiale. Dans le secteur manufacturier, l'activité devrait demeurer faible, principalement en raison d'un ralentissement de la croissance de l'investissement, mais aussi de la consommation des biens durables, qui constituent une grande part de la production manufacturière. Compte tenu de la montée de l'incertitude sur l'avenir des relations commerciales internationales, il est peu probable que la croissance de l'investissement à l'échelle mondiale se redresse. L'analyse récente montre que la détérioration des conditions de financement, l'augmentation de l'incertitude macroéconomique et des chocs de demande défavorables ont affecté négativement la croissance de l'investissement à l'échelle mondiale au second semestre 2018 et début 2019 ¹. Face au ralentissement de l'économie mondiale, des décideurs du monde entier ont pris des mesures accommodantes visant à amortir l'impact négatif de ces facteurs défavorables. En Chine, les mesures de relance budgétaire destinées à amortir le freinage de la demande intérieure devraient porter leurs fruits essentiellement au second semestre de cette année. Aux États-Unis, outre l'importante relance budgétaire procyclique et le récent accord sur de nouveaux plafonds de dépenses publiques, la Réserve fédérale a décidé d'abaisser son taux d'intérêt de référence afin de soutenir l'expansion économique en cours. Plusieurs autres pays ont également assoupli leur politique monétaire (comme l'Australie, le Brésil, la Corée du Sud, l'Indonésie, l'Inde et la Turquie).

En ce qui concerne l'avenir, la croissance mondiale devrait se redresser progressivement à moyen terme, mais rester inférieure à sa moyenne de long terme. Les évolutions de la croissance mondiale sont déterminées par trois principaux facteurs. La dynamique conjoncturelle observée dans les économies avancées devrait se modérer à mesure que les contraintes de capacité se durcissent, dans un contexte d'écarts de production positifs et de faibles taux de chômage dans les grandes économies, tandis que le soutien des politiques publiques devrait diminuer progressivement vers la fin de l'horizon de projection. De plus, le ralentissement progressif de l'économie chinoise et son rééquilibrage au détriment de l'investissement et en faveur de la consommation devraient avoir un effet négatif sur la croissance mondiale et sur le commerce en particulier. Dans le même temps, la contribution des EME (à l'exclusion de la Chine) à la croissance mondiale, tout en restant positive, devrait être plus faible que prévu dans les projections macroéconomiques de juin 2019 établies par les services de l'Eurosystème. Cela s'explique par les données récentes qui donnent à penser que la reprise prévue par rapport aux récessions passées se matérialise à un rythme plus lent qu'attendu précédemment. En outre, même si jusqu'à présent, les tensions récentes sur les

¹ Cf. l'encadré intitulé « [Quelles sont les causes du découplage entre l'activité et les échanges commerciaux au niveau mondial ?](#) », *Bulletin économique*, n° 5, BCE, 2019.

marchés financiers en Argentine ne se sont pas répercutées sur d'autres marchés émergents, cela souligne la fragilité sous-jacente de la reprise dans certaines EME. Globalement, le rythme de l'expansion mondiale devrait s'établir à des taux inférieurs à ceux observés avant la crise financière de 2007-2008.

S'agissant des évolutions dans les différents pays, l'activité devrait demeurer robuste à court terme aux États-Unis, en dépit des facteurs défavorables liés au conflit commercial avec la Chine et à l'environnement extérieur moins favorable.

Les résultats de l'économie américaine sont jusqu'à présent restés solides, reflétant la vigueur du marché du travail et des dépenses de consommation. Le relèvement des plafonds de dépenses pour l'exercice 2020/2021 et une suspension de deux ans de la limite de la dette fédérale décidée par le Congrès fin juillet continueront de soutenir la croissance économique. Les conditions financières restent également favorables. Après 3,1 % au premier trimestre 2019, la croissance annuelle du PIB en volume est revenue à 2,0 % au deuxième trimestre, reflétant la dissipation de facteurs temporaires (par exemple, les contributions positives des stocks et la baisse des importations), tandis que la consommation privée et les dépenses publiques ont continué de soutenir l'activité économique dans son ensemble. La hausse annuelle des prix à la consommation s'est légèrement redressée, à 1,8 % en juillet contre 1,6 % le mois précédent, en grande partie sous l'effet de l'inflation sous-jacente, tandis que les prix de l'énergie ont baissé. La hausse des prix à la consommation hors produits alimentaires et énergie s'est légèrement accélérée, ressortant à 2,2 % en juillet. Elle devrait renouer progressivement avec le taux de hausse potentiel, qui est juste au-dessous de 2 %, tandis que la hausse des prix à la consommation devrait rester supérieure à 2 % à moyen terme.

L'économie chinoise continue de s'inscrire sur une trajectoire de ralentissement progressif. Au deuxième trimestre 2019, la croissance annuelle du PIB est revenue à 6,2 %, contre 6,4 % au premier trimestre, en raison de la faiblesse de la consommation finale, qui n'a été que partiellement compensée par une amélioration de l'investissement. En ce qui concerne l'avenir, une nouvelle décélération de la croissance devrait intervenir en 2020 et 2021, tandis qu'aucune mesure de soutien budgétaire supplémentaire n'a été annoncée en réponse à la dernière aggravation du conflit commercial. Dans l'ensemble, le ralentissement de l'activité économique reflète les effets passés de la campagne de désendettement destinée à contenir les risques financiers, l'accent mis par le gouvernement sur le rééquilibrage de l'économie au détriment de l'investissement et les conséquences des tensions commerciales actuelles avec les États-Unis. Les progrès réalisés dans la mise en œuvre des réformes structurelles devraient se traduire par une transition ordonnée vers une trajectoire de croissance plus modérée et moins dépendante de l'investissement et des exportations.

Au Japon, la dynamique de croissance sous-jacente reste atone. Au deuxième trimestre 2019, la croissance s'est établie à 0,4 % (en glissement trimestriel), soit un résultat meilleur que prévu, principalement en raison d'un certain nombre de facteurs temporaires, notamment le renforcement des dépenses de consommation en raison de la période de vacances de la « semaine dorée » et d'une augmentation des achats de biens durables. Ce dernier facteur a probablement reflété en partie la demande

anticipée avant la hausse de la taxe sur la consommation prévue pour octobre 2019. Toutefois, les exportations sont restées faibles, et la production industrielle et le climat des affaires se sont détériorés dans le secteur manufacturier, dans un contexte d'affaiblissement de la demande extérieure et d'incertitude persistante relative à la politique économique. Les échanges extérieurs nets ont apporté une contribution négative, les exportations étant restées stables, tandis que les importations ont rebondi par rapport au faible niveau observé au trimestre précédent. Tandis que les évolutions à court terme seront déterminées par l'augmentation à venir de la taxe sur la consommation, impliquant une consommation dopée par les anticipations au troisième trimestre, l'activité économique devrait rester modérée par la suite.

Au Royaume-Uni, la croissance du PIB en volume s'est contractée au deuxième trimestre 2019, en grande partie en raison de l'incertitude qui entoure le Brexit.

La croissance du PIB en volume a affiché une certaine volatilité depuis le début de l'année, reflétant essentiellement les changements dans les profils d'activité liés à la date limite initiale du 29 mars pour le Brexit. Après avoir augmenté de 0,5 % (en rythme trimestriel) au premier trimestre, le PIB en volume s'est contracté de 0,2 % au deuxième trimestre. Ce premier trimestre de croissance négative depuis 2012 reflète une baisse des investissements et, à la suite de la prolongation de dernière minute du délai fixé pour le Brexit, une inversion de la forte accumulation de stocks constatée au premier trimestre. Malgré une forte dépréciation de la livre sterling depuis début 2019, les exportations ont reculé de 3,3 % au deuxième trimestre. La contribution nette des échanges extérieurs reste cependant positive, les importations, en particulier de biens en provenance de l'UE, ayant diminué davantage encore que les exportations (– 12,9 % en glissement trimestriel). La croissance de la consommation intérieure est restée solide (0,5 % en rythme trimestriel) au deuxième trimestre, soutenue en partie par une croissance plus forte des salaires réels. Les données tirées d'enquêtes indiquent que le ralentissement de l'activité économique devrait se poursuivre au trimestre prochain. L'inflation annuelle mesurée par l'IPC a légèrement augmenté pour s'établir à 2,0 % au deuxième trimestre, puis à 2,1 % en juillet, principalement en raison d'évolutions récentes plus défavorables des taux de change. Les incertitudes persistantes liées aux modalités du Brexit se sont récemment reflétées dans un surcroît de volatilité de la livre sterling et, s'agissant de l'économie réelle, elles sont susceptibles d'entraîner un regain de volatilité de la croissance trimestrielle du PIB en volume et une atonie de la croissance à moyen terme.

Dans les pays d'Europe centrale et orientale, la croissance devrait rester solide sur l'horizon de projection, mais plus modérée qu'en 2018.

Le dynamisme des dépenses de consommation favorisé par la robustesse des marchés du travail devrait soutenir l'activité économique sur la période à venir. La croissance de l'investissement devrait rester solide, mais se modérer légèrement dans le contexte d'une phase plus avancée du cycle des fonds de l'UE. De plus, le ralentissement du commerce mondial pèse sur les perspectives de croissance dans la région. À moyen terme, l'expansion économique dans ces pays devrait continuer de se modérer pour se rapprocher du potentiel.

Les perspectives de l'activité économique dans les grands pays exportateurs de matières premières laissent présager une croissance modérée.

En Russie,

l'activité au cours du deuxième trimestre a été affectée négativement par l'injection de pétrole contaminé dans un oléoduc d'exportation d'importance majeure, provoquant des perturbations de grande ampleur tout au long de la chaîne d'approvisionnement. Bien que temporaire, cet événement pèsera sur la croissance en 2019, déjà touchée par une contraction d'une ampleur imprévue au premier trimestre en raison de la faiblesse de l'investissement et des exportations nettes, ainsi que d'importantes révisions à la baisse des données historiques. À plus long terme, les perspectives de croissance de la Russie sont déterminées par les évolutions des marchés mondiaux du pétrole, la mise en œuvre des politiques budgétaire et structurelle et les sanctions internationales auxquelles est actuellement soumise l'économie. Par conséquent, la croissance devrait légèrement marquer le pas à moyen terme. La croissance du Brésil devrait rester modérée en raison de l'incertitude qui entoure les réformes des retraites et de préoccupations relatives à la viabilité des finances publiques. Les chocs idiosyncratiques du début de l'année (en raison d'une catastrophe minière) ont également pesé sur l'activité. L'atonie de la demande intérieure et la persistance de l'incertitude associée à d'importantes capacités inutilisées freinent une réaction plus vigoureuse de l'investissement et ont affecté négativement la confiance.

En Turquie, l'activité économique a enregistré des résultats nettement meilleurs que prévu au premier semestre 2019.

Après une forte contraction au quatrième trimestre 2018, l'économie s'est redressée début 2019 sous l'effet d'une importante relance budgétaire avant les élections locales de mars. L'économie a continué de se développer à un rythme soutenu au deuxième trimestre, malgré une certaine atténuation de l'effet des mesures de relance, en raison d'une forte consommation des ménages et d'une contribution positive des exportations nettes. En revanche, les investissements ont continué de se contracter fortement en raison de l'incertitude politique élevée et de conditions de financement restrictives. La croissance devrait s'affaiblir jusqu'à fin 2019 et s'accélérer progressivement vers la fin de la période de projection.

Le commerce mondial s'est fortement ralenti au premier semestre de cette année.

La croissance du commerce mondial est devenue négative au premier trimestre et est restée atone au deuxième trimestre. La faiblesse des échanges commerciaux s'explique en grande partie par un ralentissement de l'activité industrielle, l'aggravation des tensions commerciales et, dans une certaine mesure, un affaiblissement du cycle technologique asiatique ². La contraction du commerce mondial a été constatée dans l'ensemble des pays. Outre des facteurs ponctuels (comme la faiblesse temporaire de la demande intérieure aux États-Unis en raison de la paralysie partielle du gouvernement fédéral au premier trimestre et une contraction des importations du Royaume-Uni au deuxième trimestre après l'accroissement de la constitution de stocks du trimestre précédent), la faiblesse des échanges commerciaux résulte également de l'atonie des échanges en Asie. Cette dernière est liée au ralentissement de la demande intérieure en Chine, dans le contexte des liens importants entre les chaînes de valeur régionales. Selon les données du CPB, le volume des importations mondiales de marchandises, hors zone euro, s'est contracté de 0,6 % en juin en glissement trimestriel, confirmant la persistance de la dynamique

² Pour plus de détails sur le cycle de la tech mondial, cf. l'encadré intitulé « [Que signale la maturité du cycle de la tech pour l'économie mondiale ?](#) », *Bulletin économique*, n° 3, BCE, 2019.

modérée des échanges commerciaux au deuxième trimestre (cf. graphique 2). Dans la mesure où les indicateurs tirés d'enquêtes relatifs aux nouvelles commandes à l'exportation continuent de faire état d'une nouvelle détérioration, la faiblesse actuelle du commerce mondial devrait persister à court terme.

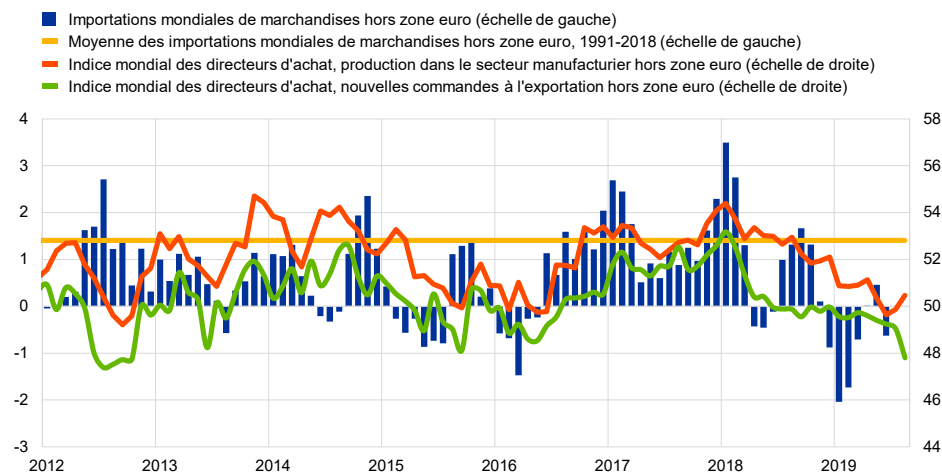
Depuis août, le conflit commercial entre les États-Unis et la Chine s'est nettement intensifié. Début août, à l'issue d'une réunion bilatérale avec les autorités chinoises, les États-Unis ont annoncé l'imposition de droits de douane de 10 % sur 300 milliards de dollars environ d'importations américaines en provenance de Chine. Ces droits de douane sont appliqués en deux temps, le 1er septembre et le 15 décembre. Initialement, les autorités chinoises avaient annoncé seulement des mesures de rétorsion en nature, sous la forme d'une décision de suspendre les importations de produits agricoles en provenance des États-Unis. Toutefois, vers la fin août, de nouvelles mesures de rétorsion ont été annoncées avec la décision d'imposer, le 1er octobre, des droits de douane supplémentaires de 5 % ou 10 % sur 75 milliards de dollars d'importations chinoises en provenance des États-Unis et de réintroduire les droits de douane qui avaient été précédemment suspendus sur les véhicules et les pièces détachées automobiles. Cette dernière décision a déclenché une nouvelle escalade, les États-Unis annonçant l'application de droits de douane supplémentaires de 5 % sur toutes les importations américaines en provenance de Chine (représentant une valeur de 550 milliards de dollars environ) ³. Cette nouvelle intensification du conflit commercial entre les deux pays pèsera négativement sur l'activité et les échanges commerciaux au niveau mondial. Dans le même temps, d'autres questions commerciales demeurent également non résolues. L'Administration américaine a repoussé à mi-novembre 2019 la décision sur d'éventuelles hausses des droits de douane sur les automobiles, tandis que les négociations avec l'UE sur un nouvel accord commercial, annoncées en juillet 2018, sont toujours en cours.

³ Cette nouvelle vague de droits de douane ayant été annoncée après la date d'arrêt des données, elle n'a pas été intégrée dans la prévision de référence pour les projections macroéconomiques de septembre 2019 établies par les services de la BCE. Pour les deux parties, cette dernière escalade représente une augmentation généralisée des droits de douane sur les importations. Les droits de douane chinois devraient entrer en vigueur le 1^{er} octobre. Les droits de douane supplémentaires de 5 % appliqués par les États-Unis sur les importations en provenance de Chine entreraient en vigueur le 1^{er} septembre, le 15 octobre (au lieu du 1^{er} octobre comme initialement annoncé) et le 15 décembre.

Graphique 2

Enquêtes et échanges internationaux de biens

(échelle de gauche : variations en pourcentage en glissement trimestriel ; échelle de droite : indices de diffusion)



Sources : Markit, Bureau néerlandais d'analyse de la politique économique (CPB) et calculs de la BCE.

Notes : Les dernières observations se rapportent à août 2019 pour les indices des directeurs d'achat et à juin 2019 pour les importations mondiales de marchandises.

La croissance économique mondiale devrait s'affaiblir cette année et se redresser seulement graduellement à moyen terme.

Selon les projections macroéconomiques de septembre 2019 établies par les services de la BCE, la croissance du PIB mondial en volume (hors zone euro) devrait revenir à 3,1 % cette année contre 3,8 % en 2018. Cela reflète une intensification des facteurs défavorables à la croissance mondiale, dans un contexte de niveau élevé et croissant de l'incertitude politique et de l'incertitude relative à la politique économique. Sur la période 2020-2021, la croissance de l'activité économique mondiale devrait se stabiliser à 3,5 %, dans la mesure où le ralentissement (conjoncturel) dans les grandes économies avancées et la transition de la Chine vers une trajectoire de croissance plus modérée devraient être compensés seulement en partie par une reprise graduelle dans plusieurs grandes économies de marché émergentes. Les facteurs défavorables à la croissance pesant plus significativement sur les composantes de la demande les plus dépendantes des échanges commerciaux, comme l'investissement, la croissance de la demande extérieure adressée à la zone euro devrait se ralentir plus fortement que l'activité mondiale cette année, revenant à 1,0 % contre 3,7 % en 2018. Les importations mondiales devraient augmenter progressivement à moyen terme. Par rapport aux projections macroéconomiques de juin 2019 établies par les services de l'Eurosystème, la croissance du PIB mondial et celle de la demande extérieure adressée à la zone euro ont été revues à la baisse sur l'horizon de projection. D'un point de vue géographique, les révisions de la demande extérieure adressée à la zone euro reflètent des perspectives commerciales plus faibles que prévu pour les EME, y compris la Chine dans une moindre mesure, ainsi que les perspectives d'un ralentissement de la croissance des importations pour certains grands partenaires commerciaux, notamment le Royaume-Uni et d'autres pays européens n'appartenant pas à la zone euro.

Les risques à la baisse pesant sur l'activité mondiale se sont intensifiés dernièrement.

Une nouvelle aggravation des conflits commerciaux présenterait un

risque pour le commerce et la croissance au niveau mondial. En outre, un scénario de Brexit « sans accord » pourrait avoir des répercussions plus négatives, notamment en Europe. Un ralentissement plus prononcé de l'économie chinoise pourrait être plus difficile à contrer par des mesures de relance efficaces et pourrait représenter un défi pour le processus de rééquilibrage en cours en Chine. Une correction des valorisations sur les marchés financiers pourrait peser fortement sur les EME vulnérables. Une nouvelle aggravation des tensions géopolitiques pourrait également affecter défavorablement l'activité et les échanges commerciaux au niveau mondial.

Évolutions des prix au niveau mondial

Les évolutions des prix du pétrole depuis fin juillet ont été principalement déterminées par les inquiétudes relatives aux perspectives mondiales. À la suite de la nouvelle intensification des tensions commerciales entre la Chine et les États-Unis début août, les prix du pétrole ont tout d'abord baissé de 5 % environ avant de regagner un peu de terrain dans la deuxième quinzaine du mois. Depuis avril, les perspectives relatives à la consommation mondiale de pétrole ont été révisées à la baisse à plusieurs reprises. En conséquence, les réductions de la production opérées par le groupe OPEP+ des pays producteurs de pétrole, qui avaient soutenu les prix du pétrole en particulier au premier trimestre de l'année, n'ont pas été suffisantes pour compenser les effets défavorables liés aux préoccupations relatives à la demande de pétrole. L'impact sur les prix des incertitudes géopolitiques récentes au Moyen-Orient a également été limité jusqu'à présent. À plus long terme, les risques pesant sur les prix du pétrole sont globalement équilibrés. Même si la faiblesse persistante de l'activité pourrait peser sur les prix, des restrictions de l'offre pourraient les soutenir. De fait, l'Arabie saoudite et la Russie ont déjà évoqué la possibilité de nouvelles réductions de la production à court terme de la part de l'OPEP+, qui pourraient exercer de nouvelles pressions à la hausse sur les prix.

Selon les projections macroéconomiques de septembre 2019 établies par les services de la BCE, les prix du pétrole devraient baisser sur l'horizon de projection. Dans un contexte de volatilité à court terme, les inquiétudes relatives à la demande de pétrole et la nouvelle intensification des tensions commerciales ont pesé sur les prix du pétrole, en dépit de l'accord conclu entre l'OPEP et les autres grands producteurs de pétrole pour réduire la production. Par conséquent, les hypothèses de prix du pétrole qui sous-tendent les projections macroéconomiques de septembre 2019 établies par les services de la BCE étaient inférieures de 8,3 % environ pour 2019 (et de 13,4 % et 10,3 % pour 2020 et 2021, respectivement) aux hypothèses sous-jacentes des projections macroéconomiques de juin 2019 établies par les services de l'Eurosystème. Toutefois, depuis la date d'arrêté des données pour les projections de septembre, le prix du pétrole a légèrement augmenté, le prix du Brent s'établissant à 61 dollars le baril le 5 septembre.

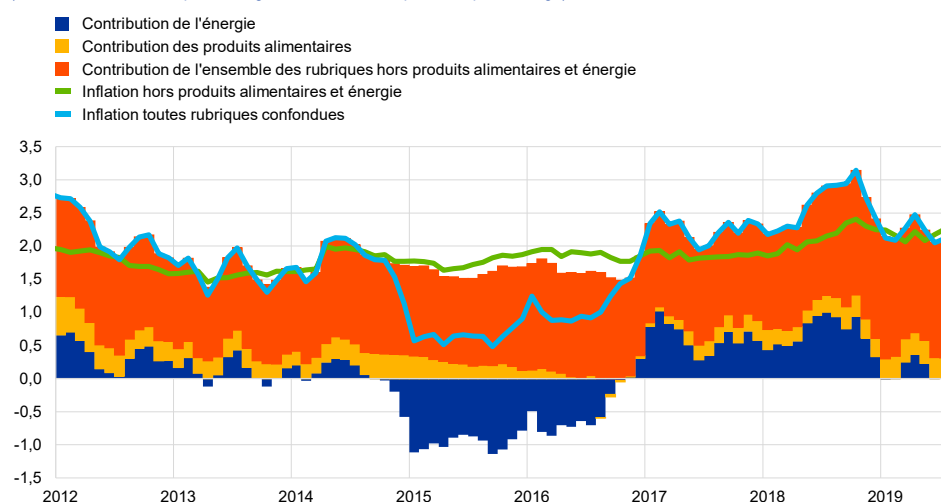
Les tensions inflationnistes mondiales restent modérées. Dans les pays appartenant à l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE), la hausse annuelle des prix à la consommation s'est établie à 2,1 %, en moyenne, en juillet 2019, après 2,0 % le mois précédent. Cette hausse résulte d'une

contribution positive de l'inflation sous-jacente (hors produits alimentaires et énergie) (cf. graphique 3), qui a atteint 2,3 % contre 2,2 % le mois précédent, tandis que la hausse de la composante énergie est demeurée stable. Les tensions sur le marché du travail dans les principales économies avancées se sont traduites jusqu'à présent par des hausses seulement modestes des salaires, laissant penser que les tensions inflationnistes sous-jacentes restent modérées. Elles devraient toutefois se redresser progressivement sur l'horizon de projection, reflétant une réduction de la sous-utilisation des capacités de production.

Graphique 3

Hausse des prix à la consommation dans les pays de l'OCDE

(variations annuelles en pourcentage ; contributions en points de pourcentage)



Sources : OCDE et calculs de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent à juillet 2019.

Pour l'avenir, les tensions inflationnistes mondiales devraient demeurer

contenues. La croissance des prix à l'exportation des concurrents de la zone euro devrait s'affaiblir nettement cette année et se ralentir progressivement à moyen terme. Cette évolution reflète l'impact d'une trajectoire baissière de la courbe des contrats à terme sur le pétrole, qui devrait compenser les pressions à la hausse qui résultent de la diminution progressive des capacités de production inutilisées à l'échelle mondiale.

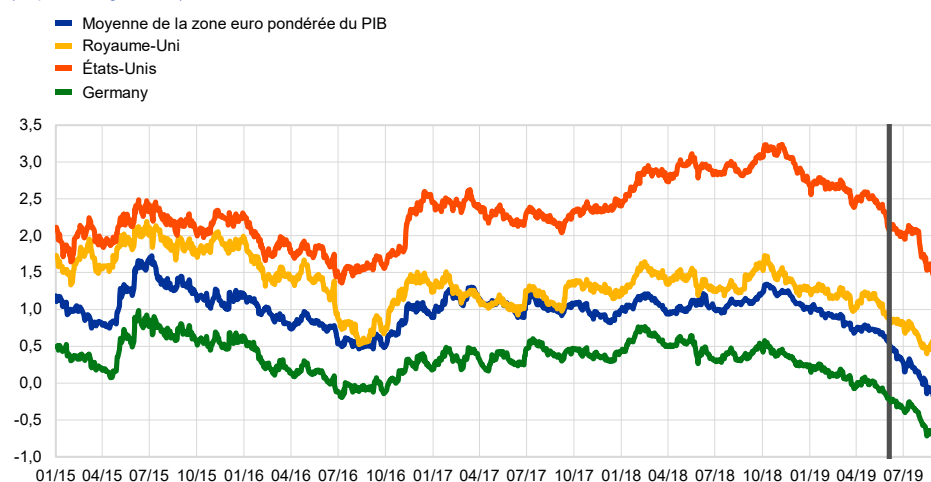
Depuis la réunion du Conseil des gouverneurs de juin 2019, les taux sans risque à long terme ont baissé au niveau mondial, sur fond d'anticipations par les marchés d'une poursuite de la politique monétaire accommodante dans un environnement d'incertitude accrue entourant les échanges internationaux. La diminution des taux sans risque a soutenu les prix des actions et des obligations du secteur des entreprises de la zone euro. Dans le même temps, les prévisions de bénéfices des entreprises ont légèrement baissé en réponse aux doutes qui continuent d'entourer les perspectives macroéconomiques mondiales. Sur les marchés des changes, l'euro est resté globalement inchangé en termes pondérés des échanges commerciaux.

Les rendements à long terme ont baissé de manière significative dans la zone euro et aux États-Unis. Au cours de la période sous revue (du 6 juin au 11 septembre 2019), le rendement pondéré par le PIB des obligations souveraines à dix ans dans la zone euro a fléchi de 55 points de base, à $-0,06\%$ (cf. graphique 4). Aux États-Unis et au Royaume-Uni, les rendements des obligations souveraines à dix ans ont aussi diminué de manière importante, de 38 et 19 points de base, respectivement. Les baisses sensibles des rendements des emprunts publics reflètent pour partie un réajustement des anticipations relatives aux taux d'intérêt dans les principales juridictions, sur fond d'incertitude accrue relative aux relations commerciales internationales, et le contexte plus large de la situation macroéconomique.

Graphique 4

Rendements des obligations souveraines à dix ans

(en pourcentage annuel)



Sources : Thomson Reuters et calculs de la BCE.

Notes : Données quotidiennes. La ligne verticale grise indique le début de la période sous revue (6 juin 2019). Les dernières observations se rapportent au 11 septembre 2019.

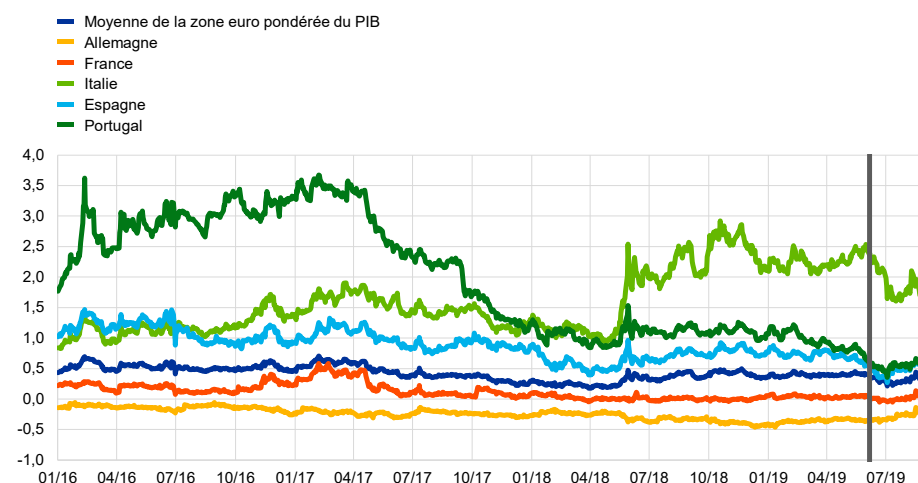
Les écarts entre les rendements des obligations souveraines et le taux OIS sans risque sont restés globalement inchangés dans la plupart des pays de la zone euro. Les écarts de rendement des obligations souveraines ont été majoritairement stables tout au long de la période sous revue, à l'exception du marché italien, où l'écart de rendement des obligations à dix ans a diminué de 1,1 point de

pourcentage après l'anticipation puis la formation d'un nouveau gouvernement. Dans l'ensemble, l'écart entre la moyenne pondérée par le PIB des rendements des obligations souveraines à dix ans de la zone euro et le taux OIS à dix ans a légèrement diminué, s'inscrivant à 0,26 point de pourcentage le 11 septembre.

Graphique 5

Écarts de rendements des obligations souveraines de la zone euro à dix ans vis-à-vis du taux OIS

(en points de pourcentage)



Sources : Thomson Reuters et calculs de la BCE.

Notes : L'écart est calculé en soustrayant le taux OIS à dix ans du rendement souverain à dix ans. La ligne verticale grise indique le début de la période sous revue (6 juin 2019). Les dernières observations se rapportent au 11 septembre 2019.

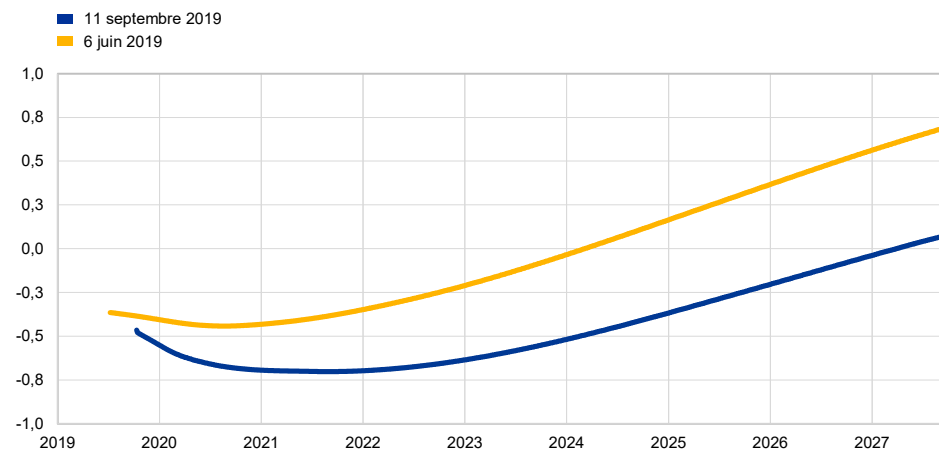
Le taux moyen pondéré au jour le jour de l'euro (Eonia) s'est établi en moyenne à – 36 points de base au cours de la période sous revue. L'excédent de liquidité a diminué de quelque 141 milliards d'euros pour ressortir à 1 763 milliards environ. Cette baisse s'explique essentiellement par une augmentation des facteurs autonomes d'absorption de la liquidité et, dans une moindre mesure, par des remboursements volontaires des fonds empruntés dans le cadre de la deuxième série d'opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO-II). Pour des informations plus détaillées sur les évolutions des conditions de la liquidité, cf. l'encadré 2.

La courbe des taux anticipés de l'Eonia s'est déplacée vers le bas et s'est inversée nettement sur les échéances courtes. À la fin de la période sous revue, la courbe présentait un point bas inférieur de près de 40 points de base au niveau de l'Eonia autour du quatrième trimestre 2021 et était inférieure à zéro sur tous les horizons allant jusqu'à 2027, reflétant les anticipations par les marchés d'une période prolongée de taux d'intérêt négatifs (cf. graphique 6).

Graphique 6

Taux anticipés de l'Eonia

(en pourcentage annuel)



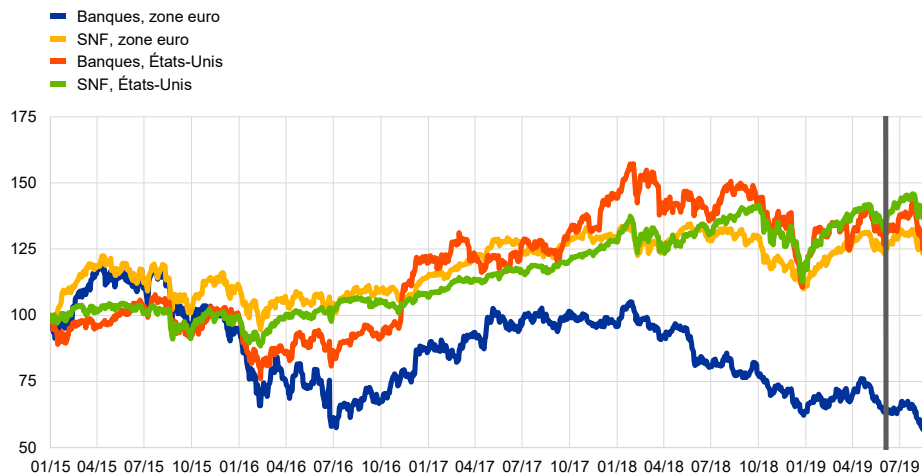
Sources : Thomson Reuters et calculs de la BCE.

Les prix des actions des sociétés non financières ont augmenté dans la zone euro et aux États-Unis, sous l'effet d'une baisse des taux sans risque. Les prix des actions des sociétés non financières (SNF) de la zone euro ont augmenté de 6 % dans l'ensemble, alors que les actions des banques de la zone euro ont augmenté de près de 2 % (cf. graphique 7). La sous-performance des prix des actions des banques pourrait être liée à une perspective de rentabilité généralement faible, associée entre autres à des structures de coûts élevées, à l'ajustement en cours de leur modèle d'activité et aux défis à relever pour bénéficier suffisamment des gains d'efficacité liés à la digitalisation. Aux États-Unis, les prix des actions des SNF et des banques ont augmenté de quelque 5 % et 4 %, respectivement. Les prix des actions ont bénéficié au niveau mondial de la très forte baisse des taux sans risque. Toutefois, ce soutien a été un peu contrebalancé par une augmentation des primes de risque en réponse à une intensification de l'incertitude relative aux échanges internationaux et par plusieurs révisions à la baisse des prévisions de bénéfices des entreprises, probablement en réponse aux doutes qui continuent d'entourer les perspectives macroéconomiques mondiales.

Graphique 7

Indices boursiers dans la zone euro et aux États-Unis

(indice : 1^{er} janvier 2015 = 100)



Sources : Thomson Reuters et calculs de la BCE.

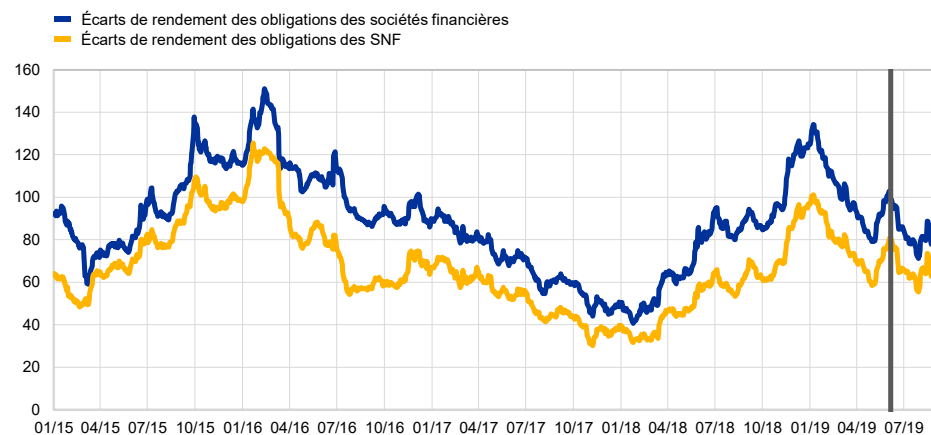
Notes : La ligne verticale grise indique le début de la période sous revue (6 juin 2019). Les dernières observations se rapportent au 11 septembre 2019.

Les écarts de rendement des obligations du secteur des entreprises de la zone euro ont légèrement diminué. Globalement, l'écart entre le rendement des obligations bien notées (*investment-grade*) émises par les SNF de la zone euro et le taux sans risque a diminué de 5 points de base pour s'établir à 74 points de base (cf. graphique 8). Les rendements des obligations du secteur financier ont également diminué, l'écart par rapport au taux sans risque se resserrant approximativement de 10 points de base. Si ces écarts se sont maintenus globalement aux environs des niveaux moyens constatés depuis l'introduction du programme d'achats de titres du secteur des entreprises (CSPP) en mars 2016, les baisses les plus récentes pourraient avoir été favorisées par l'anticipation de mesures supplémentaires de politique monétaire.

Graphique 8

Écarts de rendement des obligations du secteur des entreprises de la zone euro

(en points de base)



Sources : Indices iBoxx et calculs de la BCE.

Notes : La ligne verticale grise indique le début de la période sous revue (6 juin 2019). Les dernières observations se rapportent au 11 septembre 2019.

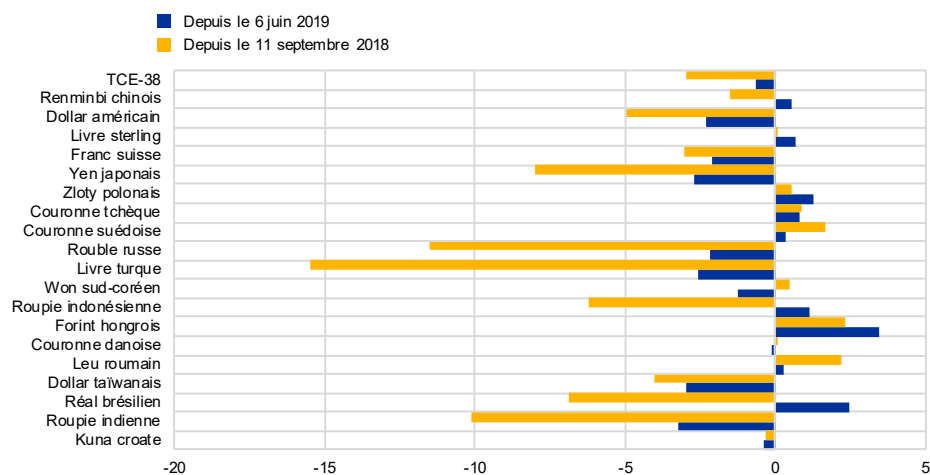
Sur les marchés des changes, l'euro est resté globalement inchangé en termes pondérés des échanges commerciaux au cours de la période sous revue (cf. graphique 9).

Le taux de change effectif nominal de l'euro, mesuré par rapport aux devises des 38 principaux partenaires commerciaux de la zone euro, s'est déprécié de 0,6 %. L'euro s'est déprécié vis-à-vis du dollar américain (de 2,3 %), du yen japonais (de 2,7 %) et du franc suisse (de 2,1 %). La valeur de l'euro s'est également inscrite en baisse par rapport aux monnaies de la plupart des économies émergentes. L'euro s'est apprécié de 0,6 % face au renminbi chinois, inversant la tendance par rapport aux chiffres plus faibles enregistrés en juillet. L'euro s'est également renforcé vis-à-vis du réal brésilien et de la roupie indonésienne ainsi que vis-à-vis de la livre sterling (de 0,6 %) et des devises de la plupart des États membres de l'UE n'appartenant pas à la zone euro.

Graphique 9

Évolutions du taux de change de l'euro vis-à-vis d'une sélection de devises

(variations en pourcentage)



Source : BCE.

Notes : Le « TCE-38 » est le taux de change effectif nominal de l'euro par rapport aux devises des 38 principaux partenaires commerciaux de la zone euro. Toutes les évolutions sont calculées en utilisant les taux de change enregistrés le 11 septembre 2019.

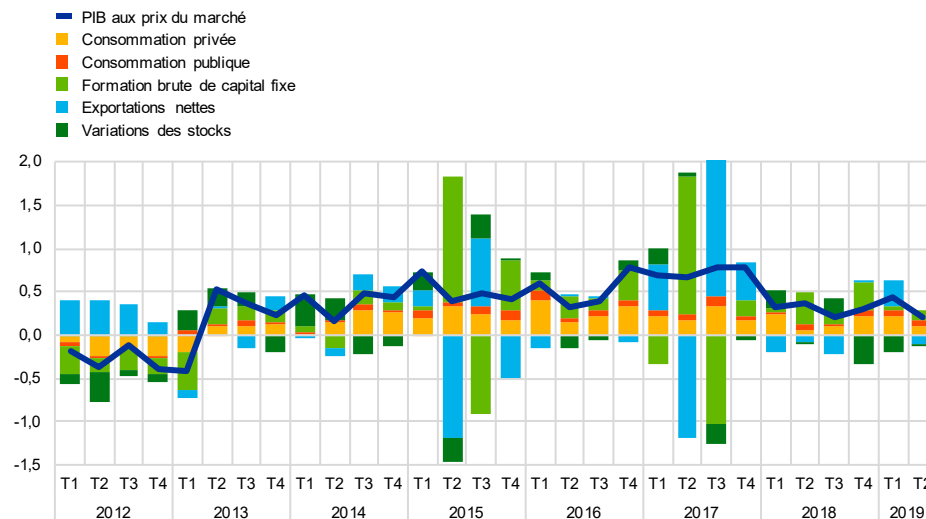
La croissance économique de la zone euro s'est modérée au deuxième trimestre 2019, renouant avec la performance modeste observée en 2018. En rythme trimestriel, la croissance du PIB en volume de la zone euro est revenue à 0,2 % au deuxième trimestre 2019, principalement soutenue par une hausse de la demande intérieure, tandis que les exportations nettes ont pesé sur la croissance. Pour la suite, les indicateurs économiques et les résultats d'enquêtes les plus récents vont dans le sens d'une croissance atone. Les projections macroéconomiques de septembre 2019 établies par les services de la BCE pour la zone euro tablent sur une croissance annuelle du PIB en volume de 1,1 % en 2019 et de 1,2 % en 2020, qui devrait atteindre progressivement 1,4 % en 2021. Par rapport aux projections macroéconomiques de juin 2019 établies par les services de l'Eurosystème, les perspectives de croissance du PIB en volume de la zone euro ont été revues à la baisse pour 2019 et 2020, en raison de la détérioration des perspectives à court terme, caractérisée par des indicateurs de confiance plus faibles et la persistance des incertitudes au niveau mondial.

La croissance dans la zone euro est restée modérée au cours des deux premiers trimestres de 2019, les différences entre les pays devenant plus notables au deuxième trimestre. Au cours des deux premiers trimestres de 2019, le PIB en volume a augmenté de 0,3 % en moyenne en rythme trimestriel, soit le même rythme de croissance moyen que l'année précédente (cf. graphique 10). Cette performance modeste s'explique en grande partie par l'affaiblissement de la demande étrangère. La demande intérieure a continué d'être le principal moteur de l'activité économique et elle est la composante qui apporte le principal soutien à la croissance du PIB en volume depuis que le ralentissement de la dynamique de croissance s'est amorcé début 2018. Les variations des stocks ont apporté une contribution négligeable à la croissance du PIB en volume au deuxième trimestre 2019, tandis que les exportations nettes ont apporté une contribution négative, reflétant l'atonie de la demande étrangère dans un contexte d'incertitude relative à la politique économique mondiale. S'agissant de la production, l'essoufflement de l'activité économique au deuxième trimestre 2019 s'explique par la croissance négative dans le secteur manufacturier en raison des conflits commerciaux internationaux et d'évolutions spécifiques à certains pays (cf. encadré 3). La dynamique de la valeur ajoutée dans le secteur des services s'est modérée au deuxième trimestre 2019, reflétant peut-être des effets de contagion liés à la faiblesse du secteur manufacturier.

Graphique 10

PIB en volume de la zone euro et ses composantes

(variations trimestrielles en pourcentage et contributions trimestrielles en points de pourcentage)



Source : Eurostat.

Note : Les dernières observations se rapportent au deuxième trimestre 2019.

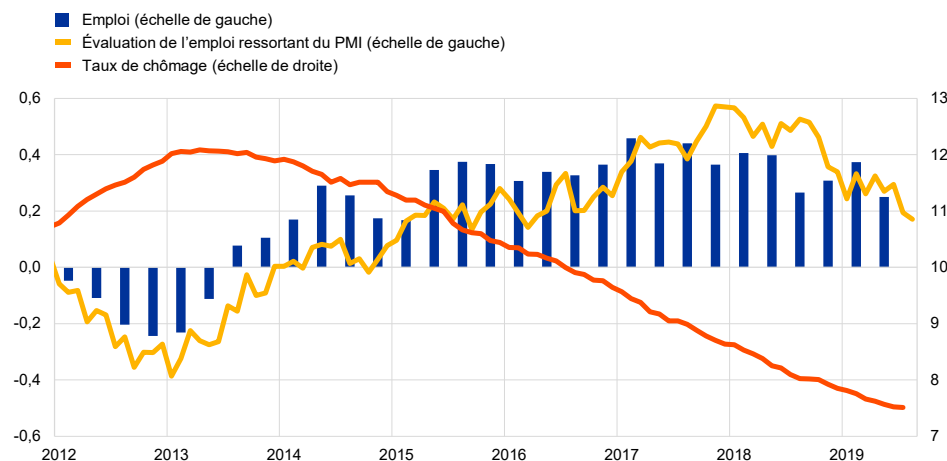
La situation continue de s'améliorer sur les marchés du travail de la zone euro, mais à un rythme modéré. L'emploi a augmenté de 0,2 %, en rythme trimestriel, au deuxième trimestre 2019, après 0,4 % au premier trimestre, en phase avec la croissance de la production. Par rapport au premier trimestre, la croissance de l'emploi est demeurée inchangée à 0,4 % dans le secteur des services, alors qu'elle s'est ralentie dans le secteur industriel hors construction, à 0,1 %, après avoir atteint 0,4 % au premier trimestre 2019. En revanche, l'emploi dans le secteur de la construction a diminué de 0,2 %, après avoir augmenté de 0,2 % au trimestre précédent.

Pour les prochains mois, les données et les indicateurs tirés d'enquêtes récents continuent de laisser présager une croissance positive de l'emploi, mais à un rythme un peu plus lent. En juillet, le taux de chômage de la zone euro s'est établi à un niveau inchangé par rapport au mois précédent, à 7,5 %, son niveau le plus bas depuis juillet 2008. Les indicateurs tirés d'enquêtes à court terme, bien qu'en recul par rapport aux niveaux élevés enregistrés en 2018, continuent d'aller dans le sens d'une croissance positive de l'emploi dans un avenir proche, à un rythme plus modéré.

Graphique 11

Emploi dans la zone euro, évaluation de l'emploi ressortant du PMI et chômage

(échelle de gauche : variations trimestrielles en pourcentage, indice de diffusion ; échelle de droite : pourcentage de la population active)



Sources : Eurostat, Markit et calculs de la BCE.

Notes : L'indice des directeurs d'achat (PMI) est exprimé comme un écart par rapport à 50 divisé par 10. Les dernières observations se rapportent au deuxième trimestre 2019 pour l'emploi, à août 2019 pour le PMI et à juillet 2019 pour le taux de chômage.

Les évolutions de la consommation privée continuent d'être tirées par le redressement du marché du travail.

La consommation privée a augmenté de 0,2 %, en rythme trimestriel, au deuxième trimestre 2019, après une croissance légèrement plus forte au premier trimestre. Globalement, les dernières évolutions du commerce de détail et des immatriculations de voitures particulières sont en ligne avec une prévision de croissance régulière de la consommation à court terme. Dans une perspective de plus long terme, la hausse des revenus du travail soutient les dépenses de consommation, ce que reflète également la confiance toujours robuste des consommateurs (cf. encadré 5). En outre, le renforcement des bilans des ménages demeure un facteur clé pour une croissance solide de la consommation, la solvabilité des ménages constituant un déterminant essentiel de l'accès des consommateurs au crédit.

La croissance de l'investissement des entreprises devrait se poursuivre, à la faveur des conditions de financement accommodantes, même si l'atonie des prévisions de bénéfices va dans le sens d'une légère modération.

La croissance de l'investissement dans la zone euro (hors construction) a rebondi au deuxième trimestre 2019, atteignant 1,0 % en rythme trimestriel, après - 0,9 % au premier trimestre 2019. L'investissement des entreprises devrait toutefois enregistrer une croissance modérée à court terme, ce qui est cohérent avec la relative faiblesse des marges commerciales et des valorisations d'entreprises. Les prévisions de bénéfices des sociétés cotées dans la zone euro laissent présager un certain degré de modération dans les décisions d'investissement, même si les conditions de financement favorables devraient se refléter dans l'accès des sociétés non financières au financement et ainsi doper la croissance de l'investissement des entreprises.

Les évolutions sur les marchés de l'immobilier résidentiel devraient soutenir la croissance, mais on observe un ralentissement de la dynamique.

La croissance trimestrielle de l'investissement immobilier résidentiel s'est fortement ralentie, à 0,3 %

au deuxième trimestre 2019, après 1,4 % au trimestre précédent, affichant son résultat le plus bas depuis le premier trimestre 2017. Les indicateurs à court terme et les résultats d'enquêtes récents laissent présager un certain essoufflement de la dynamique au troisième trimestre 2019, même s'ils restent supérieurs aux moyennes historiques. L'indicateur de la Commission européenne relatif à la confiance dans le secteur de la construction pour juillet et août va dans le sens d'une dynamique positive, mais qui marque le pas, au troisième trimestre. De même, l'indice des directeurs d'achat (PMI) pour la production dans la construction et sa composante « construction résidentielle » affichent des prévisions de croissance globalement stables dans le secteur de la construction en juillet et en août, au-dessous du niveau moyen enregistré au trimestre précédent.

La croissance des exportations de la zone euro s'est encore ralentie au deuxième trimestre 2019 pour s'établir à 0,0 %, en raison d'un recul de 0,1 % des exportations de biens en volume. La croissance des exportations de services a continué de s'essouffler mais est néanmoins ressortie à 0,4 %. Les performances globales reflètent principalement les exportations hors zone euro, et plus précisément la baisse soudaine des exportations à destination du Royaume-Uni liée à l'incertitude persistante entourant le Brexit. À l'inverse, un soutien a été apporté par les exportations globales vers l'Asie (à l'exception de la Chine) et majoritairement les exportations de produits chimiques à destination des États-Unis. Pour la suite, les indicateurs avancés vont dans le sens d'une croissance anémique des exportations de la zone euro, bien que l'indicateur relatif aux nouvelles commandes à l'exportation hors zone euro adressées au secteur manufacturier ait fourni des signaux légèrement plus positifs, de même que certains indices relatifs au transport de marchandises durant l'été.

Les derniers indicateurs économiques et résultats d'enquêtes confirment la persistance de risques négatifs pesant sur les perspectives de croissance économique de la zone euro. La production industrielle (hors construction) de la zone euro a enregistré en juillet une baisse de 1,6 % en rythme mensuel affectant l'ensemble des secteurs, sous l'effet essentiellement d'une diminution de la production de biens d'équipement. Concernant les informations tirées d'enquêtes, l'indicateur du climat économique (ESI) de la Commission européenne a augmenté entre juillet et août pour s'établir à un niveau supérieur à sa moyenne de long terme. Par rapport au trimestre précédent, toutefois, il a reculé en moyenne, jusqu'à présent, au troisième trimestre 2019. L'indice composite des directeurs d'achat pour la production est resté faible au deuxième trimestre 2019. Malgré la légère amélioration observée plus récemment, en août, il est demeuré inférieur à sa moyenne de long terme, laissant présager une timide perspective de croissance économique.

La politique monétaire de la BCE continuera de soutenir la demande intérieure face à la détérioration des perspectives de croissance à court terme pour le PIB en volume de la zone euro. La consommation privée est soutenue par la solidité des bilans des ménages, les marchés du travail robustes et la poursuite des créations d'emplois. L'investissement des entreprises bénéficie des conditions de financement favorables et de la solidité de la demande, malgré une diminution de la rentabilité des entreprises. L'investissement immobilier résidentiel reste dans l'ensemble robuste. La

décélération de l'activité mondiale devrait, toutefois, continuer de peser sur la croissance de la zone euro et avoir une incidence sur les exportations de la zone dans un contexte de persistance de l'incertitude relative à la politique économique mondiale et de risques géopolitiques accrus.

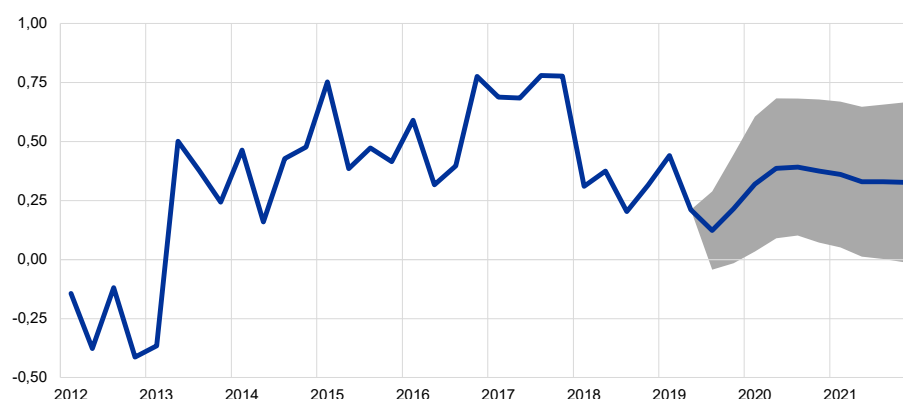
Les projections macroéconomiques de septembre 2019 établies par les services de la BCE pour la zone euro tablent sur une croissance annuelle du PIB en volume de 1,1 % en 2019, 1,2 % en 2020 et 1,4 % en 2021

(cf. graphique 12). Par rapport aux projections macroéconomiques de juin 2019 établies par les services de l'Eurosystème, les perspectives de croissance du PIB en volume de la zone euro ont été revues à la baisse pour 2019 et 2020, en raison d'une détérioration des perspectives à court terme. Les risques entourant les perspectives de croissance de la zone euro restent orientés négativement. L'incertitude relative à la politique économique mondiale, la montée du protectionnisme et les facteurs géopolitiques ont récemment repris de l'importance et continuent de peser sur la croissance de la zone euro.

Graphique 12

PIB en volume de la zone euro (avec projections)

(variations trimestrielles en pourcentage)



Sources : Eurostat et l'article intitulé « [Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de la BCE, septembre 2019](#) » publié le 12 septembre 2019 sur le site internet de la BCE.

Notes : Les fourchettes de projection sont calculées à partir des écarts entre les réalisations et les projections antérieures établies depuis plusieurs années. L'amplitude de ces intervalles est égale à deux fois la valeur absolue de l'écart moyen observé entre projections et réalisations. La méthode utilisée, comprenant un ajustement pour tenir compte d'événements exceptionnels, est présentée dans la publication de la BCE intitulée « [New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges](#) », BCE, décembre 2009.

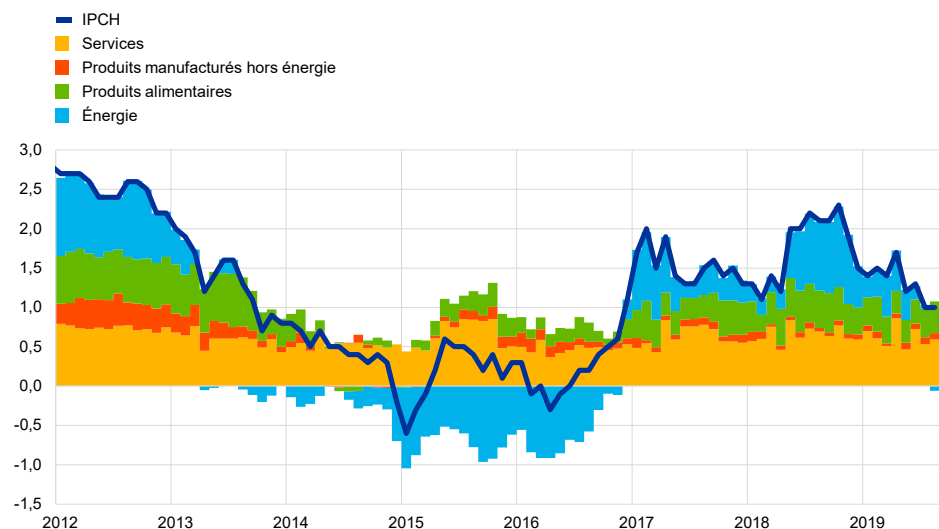
Selon l'estimation rapide d'Eurostat, la hausse annuelle de l'IPCH dans la zone euro s'est établie à 1,0 % en août 2019, sans changement par rapport à juillet. Les mesures de l'inflation sous-jacente sont demeurées globalement modérées et les indicateurs des anticipations d'inflation s'établissent à de bas niveaux. Alors que les tensions sur les coûts de main-d'œuvre se sont accentuées et généralisées dans un contexte de niveaux élevés d'utilisation des capacités de production et de tensions sur les marchés du travail, leurs répercussions sur l'inflation sont plus lentes qu'anticipé antérieurement. L'inflation sous-jacente devrait s'accélérer à moyen terme, soutenue par les mesures de politique monétaire de la BCE, la croissance économique en cours et la croissance robuste des salaires. Cette évaluation se reflète aussi largement dans les projections macroéconomiques de septembre 2019 établies par les services de la BCE pour la zone euro, qui tablent sur une hausse annuelle de l'IPCH de 1,2 % en 2019, de 1,0 % en 2020 et de 1,5 % en 2021. Par rapport aux projections macroéconomiques de juin 2019 réalisées par les services de l'Eurosystème, les perspectives de hausse de l'IPCH ont été révisées à la baisse sur l'ensemble de l'horizon de projection, reflétant le recul des prix de l'énergie et le contexte d'atonie de la croissance. La hausse annuelle de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires devrait s'établir à 1,1 % en 2019, à 1,2 % en 2020 et à 1,5 % en 2021.

L'inflation totale est demeurée inchangée en août. Selon l'estimation rapide d'Eurostat, la hausse annuelle de l'IPCH dans la zone euro s'est établie à 1,0 % en août, sans changement par rapport à juillet et en baisse par rapport au taux de 1,3 % enregistré en juin (cf. graphique 13). La hausse des prix de l'énergie a continué de se ralentir, devenant négative en août, mais elle a été contrebalancée par une hausse des prix des produits alimentaires plus forte qu'en juillet.

Graphique 13

Contributions des composantes à la hausse de l'IPCH total dans la zone euro

(variations annuelles en pourcentage ; contributions en points de pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : Les dernières observations se rapportent à août 2019 (estimations rapides). Les taux de croissance pour 2015 sont biaisés à la hausse en raison d'une modification de la méthodologie (cf. l'encadré intitulé « Nouvelle méthode relative à l'indice des prix des voyages organisés en Allemagne et son incidence sur les taux de l'inflation mesurée par l'IPCH », *Bulletin économique*, n° 2, BCE, 2019.)

Les mesures de l'inflation sous-jacente sont restées globalement modérées. La hausse de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires est revenue de 1,1 % en juin à 0,9 % en juillet et en août – évolution liée en partie aux effets de calendrier et aux changements méthodologiques ⁴. Les mesures de l'inflation sous-jacente qui tendent à être moins volatiles que la hausse de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires ont également été relativement stables au cours des derniers trimestres (données disponibles jusqu'en juillet seulement ; cf. graphique 14). La hausse de l'IPCH hors énergie, produits alimentaires, postes liés aux voyages, habillement et chaussure est demeurée inchangée, à 1,1 %, en juin et en juillet. L'indicateur PCCI (*Persistent and Common Component of Inflation*) a légèrement augmenté, passant de 1,2 % en juin à 1,3 % en juillet. Le *supercore* a diminué, revenant de 1,4 % en juin à 1,3 % en juillet ⁵. Dans l'ensemble, les mesures de l'inflation sous-jacente ont continué d'évoluer sans réelle tendance mais ont augmenté par rapport à leurs points bas de 2016.

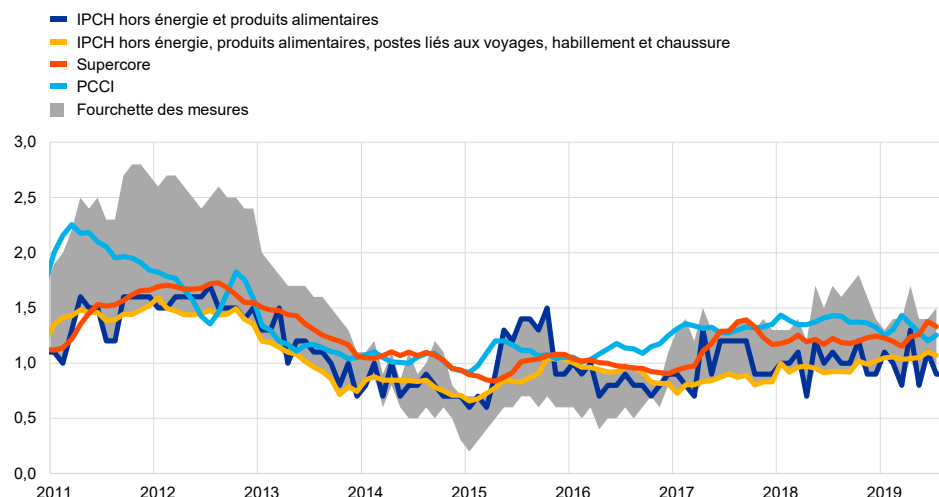
⁴ Selon les estimations, les changements intervenus dans la comptabilisation des prix des voyages organisés en Allemagne ont eu un effet baissier sur l'IPCH hors produits alimentaires et énergie dans la zone euro. Pour de plus amples détails, cf. l'encadré intitulé « *Dampening special effect in the HICP in July 2019* » de l'article intitulé « *Economic conditions in Germany* », *Monthly Report*, Deutsche Bundesbank, août 2019, p. 57-59.

⁵ Pour de plus amples informations sur ces mesures de l'inflation sous-jacente, cf. les encadrés 2 et 3 de l'article intitulé « *Les mesures de l'inflation sous-jacente pour la zone euro* », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2018.

Graphique 14

Mesures de l'inflation sous-jacente

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : Les dernières observations se rapportent à août 2019 (estimation rapide) pour l'IPCH hors énergie et produits alimentaires et à juillet 2019 pour toutes les autres mesures. Les mesures de l'inflation sous-jacente sont les suivantes : IPCH hors énergie ; IPCH hors énergie et produits alimentaires non transformés ; IPCH hors énergie et produits alimentaires ; IPCH hors énergie, produits alimentaires, postes liés aux voyages et habillement et chaussure ; la moyenne tronquée (10 %) ; la moyenne tronquée (30 %) et la médiane pondérée de l'IPCH. Les taux de croissance pour 2015 de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires sont biaisés à la hausse en raison d'une modification de la méthodologie (cf. l'encadré intitulé « Nouvelle méthode relative à l'indice des prix des voyages organisés en Allemagne et son incidence sur les taux de l'inflation mesurée par l'IPCH », *Bulletin économique*, n° 2, BCE, 2019.)

Les derniers indicateurs des tensions sur les prix à la consommation des produits manufacturés hors énergie fournissent des signaux contrastés.

La hausse des prix à la production des biens de consommation non alimentaires vendus dans la zone euro est revenue de 0,9 % en mai et en juin à 0,8 % en juillet, demeurant cependant très supérieure à sa moyenne de long terme. La hausse correspondante des prix à l'importation s'est accentuée, passant de 0,5 % en juin à 0,8 % en juillet. En amont de la chaîne des prix, cependant, la hausse des prix intérieurs à la production des biens intermédiaires a continué de se ralentir, reflétant probablement en partie la récente baisse des prix de l'énergie. Les tensions sur les prix se sont également atténuées très en amont de la chaîne des prix, la hausse des prix du pétrole et des matières premières hors pétrole ayant fléchi en rythme annuel en août, par rapport à juillet.

La croissance des salaires est demeurée robuste. La hausse annuelle de la rémunération par tête s'est établie à 2,1 % au deuxième trimestre 2019, en légère baisse après le taux de 2,2 % enregistré au premier trimestre (cf. graphique 15). Les résultats pour le premier et le deuxième trimestre 2019 ont été affectés par une forte baisse des cotisations sociales⁶. La croissance annuelle des salaires et traitements par tête, qui exclut les cotisations sociales, est ressortie à 2,4 % au deuxième trimestre, après 2,6 % au premier trimestre et 2,3 % en moyenne l'année précédente. La croissance annuelle des salaires négociés dans la zone euro s'est inscrite à 2,0 % au deuxième trimestre 2019, après 2,3 % au premier trimestre, cette baisse résultant essentiellement de paiements ponctuels en Allemagne. Abstraction faite de ces

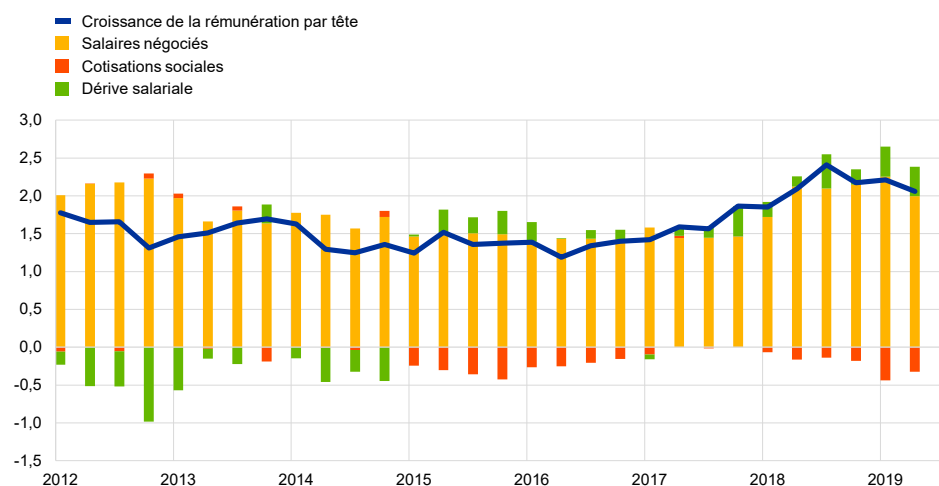
⁶ Cette baisse est associée à une réduction permanente des cotisations sociales patronales en France, qui a remplacé le crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi (CICE), au premier trimestre 2019.

facteurs temporaires, la croissance annuelle de la rémunération par tête s'est stabilisée depuis mi-2018 à un niveau légèrement supérieur à sa moyenne historique de 2,1 % ⁷.

Graphique 15

Contributions des composantes de la rémunération par tête

(variations annuelles en pourcentage ; contributions en points de pourcentage)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent au deuxième trimestre 2019.

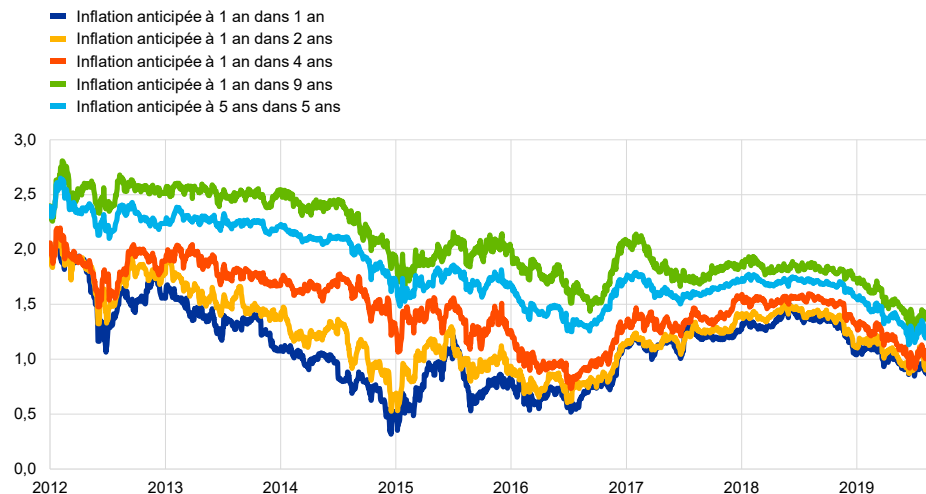
Les mesures des anticipations d'inflation à plus long terme extraites des instruments de marché sont demeurées très faibles, et les anticipations tirées d'enquêtes enregistrent également des points bas historiques. Les mesures des anticipations d'inflation extraites des instruments de marché ont légèrement diminué au cours de la période sous revue, oscillant juste au-dessus de leurs points bas historiques. Le taux des *swaps* indexés sur l'inflation à cinq ans dans cinq ans s'est établi à 1,22 % le 11 septembre 2019, soit environ 7 points de base au-dessous de son niveau observé lors de la réunion du Conseil des gouverneurs de juillet. Certes, la probabilité de déflation extraite des anticipations de marché demeure faible, mais le profil anticipé des mesures des anticipations d'inflation extraites des instruments de marché continue d'indiquer une période prolongée de faible inflation avec un retour seulement très progressif à des niveaux inférieurs à, mais proches de 2 %. Les anticipations d'inflation à long terme tirées d'enquêtes ont atteint des points bas historiques, d'après l'enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels pour le troisième trimestre 2019, ainsi que d'après les enquêtes de juillet du Consensus économique et du Baromètre de la zone euro.

⁷ La moyenne historique est calculée à partir de données allant du premier trimestre 1999 au deuxième trimestre 2019.

Graphique 16

Mesures des anticipations d'inflation extraites des instruments de marché

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Thomson Reuters et calculs de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent au 11 septembre 2019.

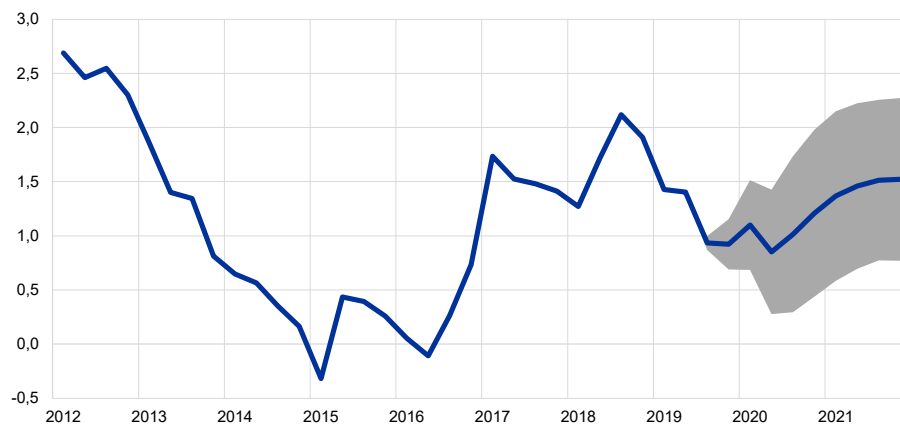
Les projections macroéconomiques de septembre 2019 établies par les services de la BCE prévoient une accélération de l'inflation sous-jacente à moyen terme.

Ces projections, établies à partir des informations disponibles fin août, tablent sur une hausse de l'IPCH total atteignant, en moyenne, 1,2 % en 2019, 1,0 % en 2020 et 1,5 % en 2021, après 1,3 %, 1,4 % et 1,6 %, respectivement, dans les projections macroéconomiques de juin 2019 établies par les services de l'Eurosystème (cf. graphique 17). Ces révisions résultent dans une large mesure de la composante énergie, qui a été notablement révisée à la baisse pour 2019 ainsi que pour 2020, en raison de la baisse des prix du pétrole. La hausse de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires devrait évoluer sans réelle tendance en 2020 et se renforcer en 2021, grâce à la reprise attendue de l'activité et au redressement associé des marges bénéficiaires, les augmentations passées des coûts de main-d'œuvre alimentant la hausse des prix. La hausse de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires devrait passer de 1,1 % en 2019 à 1,2 % en 2020 et à 1,5 % en 2021. Ce profil représente une légère révision à la baisse, reflétant principalement des données plus faibles que prévu à ce stade de l'année.

Graphique 17

Inflation mesurée par l'IPCH dans la zone euro (avec projections)

(variations annuelles en pourcentage)



Sources : Eurostat et l'article intitulé « [Projections macroéconomiques pour la zone euro établies par les services de la BCE, septembre 2019](#) » publié le 12 septembre 2019 sur le site internet de la BCE.

Notes : Les dernières observations se rapportent au deuxième trimestre 2019 (données) et au quatrième trimestre 2021 (projections). Les fourchettes de projection sont calculées à partir des écarts entre les réalisations et les projections antérieures établies depuis plusieurs années. L'amplitude de ces intervalles est égale à deux fois la valeur absolue de l'écart moyen observé entre projections et réalisations. La méthode utilisée, comprenant un ajustement pour tenir compte d'événements exceptionnels, est présentée dans la publication de la BCE intitulée « [New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges](#) », BCE, décembre 2009. La date d'arrêt des statistiques figurant dans les projections est le 29 août 2019.

En juillet 2019, la croissance annuelle de la monnaie au sens large s'est nettement accentuée, tandis que les prêts au secteur privé sont demeurés globalement inchangés. La croissance de M3 a continué de faire preuve de résistance face à la diminution progressive de la contribution mécanique des achats nets réalisés dans le cadre du programme d'achats d'actifs (asset purchase programme – APP) et à l'essoufflement de la dynamique économique. Dans le même temps, les conditions favorables de financement et de prêt des banques ont continué de soutenir les flux de prêts et, donc, la croissance économique. Les émissions nettes de titres de créance par les sociétés non financières (SNF) ont été soutenues au deuxième trimestre 2019, après avoir enregistré leur niveau le plus élevé historiquement au premier trimestre 2019, dans un contexte d'amélioration continue des conditions sur le marché obligataire.

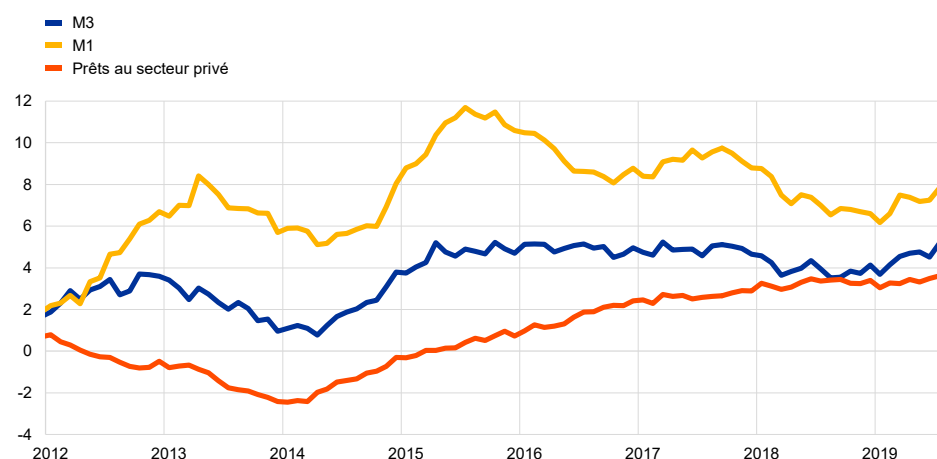
La croissance de la monnaie au sens large s'est nettement accentuée en juillet.

Le taux de croissance annuel de M3 a atteint 5,2 % en juillet 2019, après 4,5 % en juin (cf. graphique 18), renouant avec les niveaux soutenus observés au cours de la période allant de 2015 à 2017. Cette plus forte croissance de la monnaie au sens large a été favorisée par de faibles coûts d'opportunité et a continué de faire preuve de résistance face à la diminution progressive de la contribution mécanique positive des achats nets réalisés dans le cadre de l'APP et à l'essoufflement de la dynamique économique. L'agrégat monétaire étroit M1, qui inclut les composantes les plus liquides de M3, a continué d'apporter la principale contribution à la croissance de la monnaie au sens large. Le taux de croissance annuel de M1 s'est inscrit en hausse, à 7,8 % en juillet après 7,2 % en juin, poursuivant ainsi le mouvement de reprise observé depuis le début de l'année.

Graphique 18

M3, M1 et prêts au secteur privé

(variations annuelles en pourcentage ; corrigées des variations saisonnières et des effets de calendrier)



Source : BCE.

Notes : En données corrigées des cessions de prêts, de la titrisation et de la centralisation de trésorerie notionnelle. La dernière observation se rapporte à juillet 2019.

Les dépôts à vue, qui apportent la principale contribution à la croissance monétaire, ont continué d'augmenter à un rythme soutenu.

Le taux de croissance annuel des dépôts à vue s'est encore inscrit en hausse, à 8,3 % en juillet, reflétant une forte accentuation du taux de croissance annuel des dépôts à vue détenus par les SNF ainsi que par les ménages. Parmi les composantes de M1, la croissance annuelle des billets et pièces en circulation est demeurée solide mais pas exceptionnellement élevée au regard des évolutions historiques. Cela indique qu'il n'y a pas de substitution généralisée en faveur des espèces dans un contexte de taux d'intérêt très bas, voire négatifs, dans l'ensemble de la zone euro. Les dépôts à court terme autres que les dépôts à vue ($M2 - M1$) ont continué d'être soutenus par les faibles coûts d'opportunité de la détention des instruments inclus dans M3, apportant une contribution neutre à la croissance de M3 en juillet. Dans le même temps, les instruments négociables ($M3 - M2$) ont continué d'apporter une contribution négative à la croissance de la monnaie au sens large, en raison du niveau de rémunération relativement faible de ces instruments.

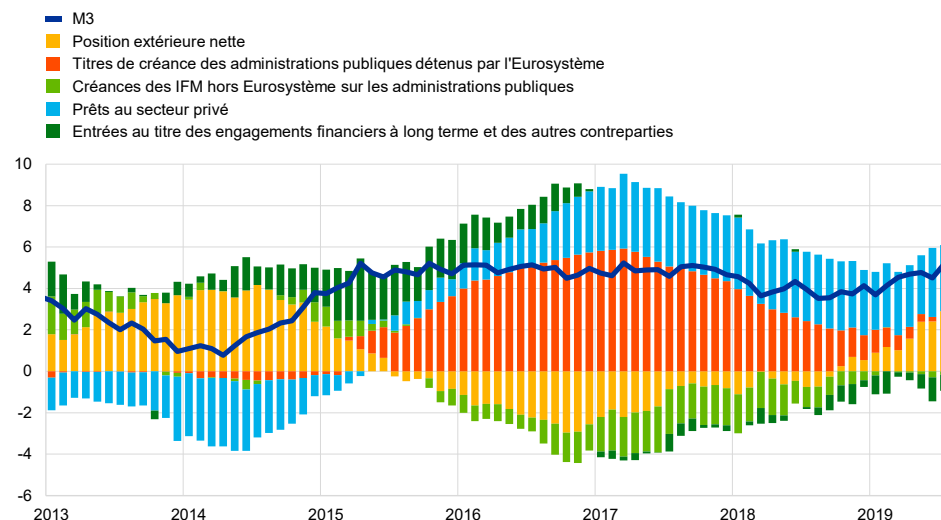
La contribution à la croissance de M3 des flux monétaires en provenance de l'extérieur s'est encore renforcée en juillet.

La diminution de l'impact mécanique de l'APP sur la croissance de M3 a été largement contrebalancée par les contributions positives des concours au secteur privé, qui sont demeurés la principale source de création monétaire (cf. les parties bleues des barres du graphique 19). La contribution positive à la croissance de M3 des titres des administrations publiques détenus par l'Eurosystème, qui reflète la contribution mécanique de l'APP à la croissance de M3, est devenue marginale (cf. les parties rouges des barres du graphique 19). Ces derniers mois, la plus faible contribution de l'APP a été compensée par les flux monétaires extérieurs (cf. les parties jaunes des barres du graphique 19). La contribution croissante de la position extérieure nette reflète un regain d'intérêt des investisseurs étrangers pour les actifs de la zone euro.

Graphique 19

M3 et ses contreparties

(variations annuelles en pourcentage ; contributions en points de pourcentage ; données corrigées des variations saisonnières et des effets de calendrier)



Source : BCE.

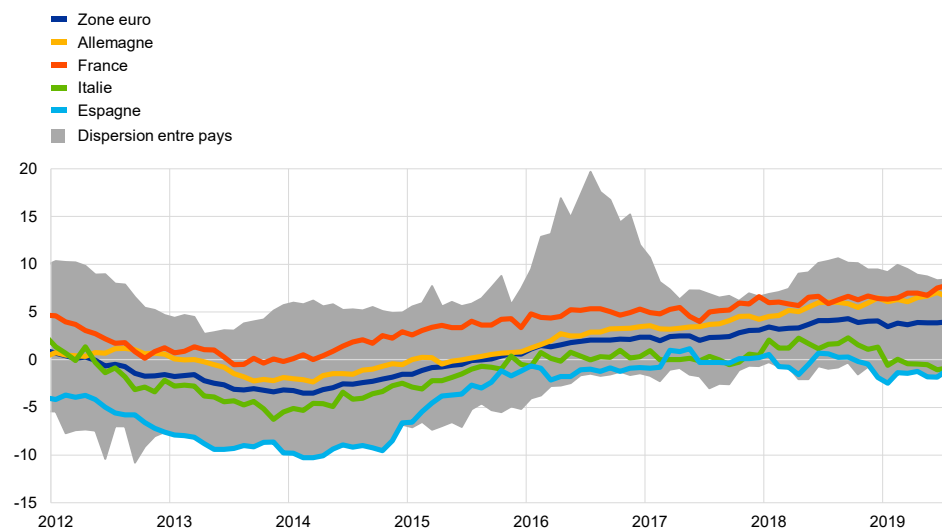
Notes : Les concours au secteur privé recouvrent les prêts des IFM au secteur privé et les portefeuilles des IFM en titres de créance émis par le secteur privé non IFM de la zone euro. Par conséquent, cela couvre également les achats de titres de créance émis par les non-IFM réalisés par l'Eurosystème dans le cadre du programme d'achats de titres du secteur des entreprises. La dernière observation se rapporte à juillet 2019.

Le taux de croissance annuel des prêts au secteur privé est resté pratiquement inchangé, malgré la faiblesse de certaines catégories de prêts, sensibles à la conjoncture. Le rythme annuel de croissance des prêts des IFM au secteur privé (en données corrigées des cessions de prêts, de la titrisation et de la centralisation de trésorerie notionnelle) est ressorti à 3,6 % en juillet, après 3,5 % en juin (cf. graphique 18). Cette évolution résulte essentiellement de la légère augmentation du taux de croissance annuel des prêts consentis aux ménages, qui s'est établi à 3,4 % en juillet, après 3,3 % en juin. Ainsi, la croissance annuelle des prêts aux ménages a poursuivi sa tendance haussière progressive, à la faveur de nouvelles améliorations sur le marché du travail et d'évolutions toujours favorables sur le marché de l'immobilier. Le taux de croissance annuel des prêts aux SNF est demeuré stable en juillet, à 3,9 %, après avoir atteint son point de retournement en septembre 2018 (à 4,3 %). Ces données sont conformes à son profil d'évolution cyclique décalé par rapport à l'activité économique réelle et au ralentissement de la demande agrégée observé en 2018. C'est ce que reflète en particulier la faiblesse des compartiments sensibles à la conjoncture, tels que les prêts à court terme et les prêts au secteur manufacturier. Dans l'ensemble, la croissance des prêts a continué de bénéficier de conditions de prêt favorables. En outre, la croissance des prêts aux entreprises et aux ménages se caractérise par une forte hétérogénéité d'un pays à l'autre (cf. graphiques 20 et 21), qui reflète notamment les différences entre pays du point de vue du cycle d'activité, la disponibilité variable d'autres sources de financement ainsi que l'hétérogénéité de l'évolution des prix des logements d'un pays à l'autre.

Graphique 20

Prêts des IFM aux SNF dans une sélection de pays de la zone euro

(variations annuelles en pourcentage)



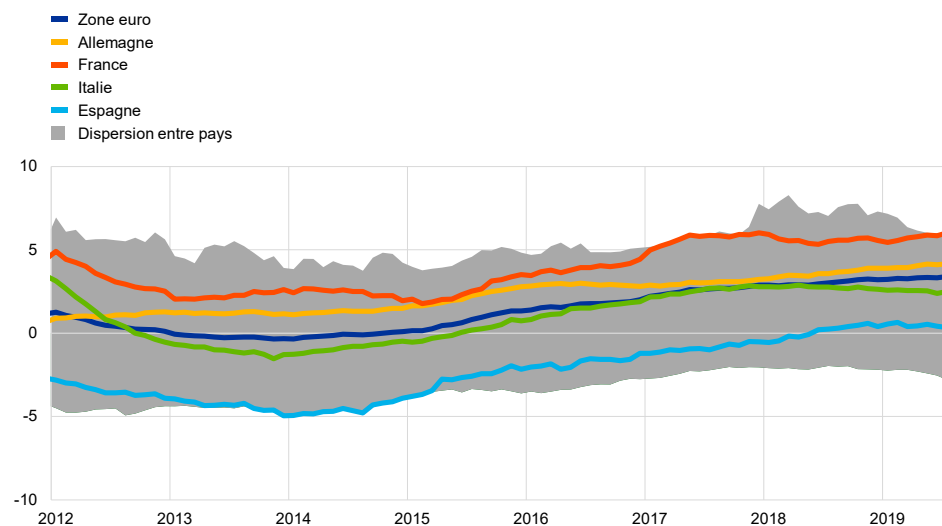
Source : BCE.

Notes : En données corrigées des cessions de prêts, de la titrisation et de la centralisation de trésorerie notionnelle. La dispersion entre pays est calculée comme l'écart entre minimum et maximum pour un échantillon constant de douze pays de la zone euro. La dernière observation se rapporte à juillet 2019.

Graphique 21

Prêts des IFM aux ménages dans une sélection de pays de la zone euro

(variations annuelles en pourcentage)



Source : BCE.

Notes : En données corrigées des cessions de prêts et de la titrisation. La dispersion entre pays est calculée comme l'écart entre minimum et maximum pour un échantillon constant de douze pays de la zone euro. La dernière observation se rapporte à juillet 2019.

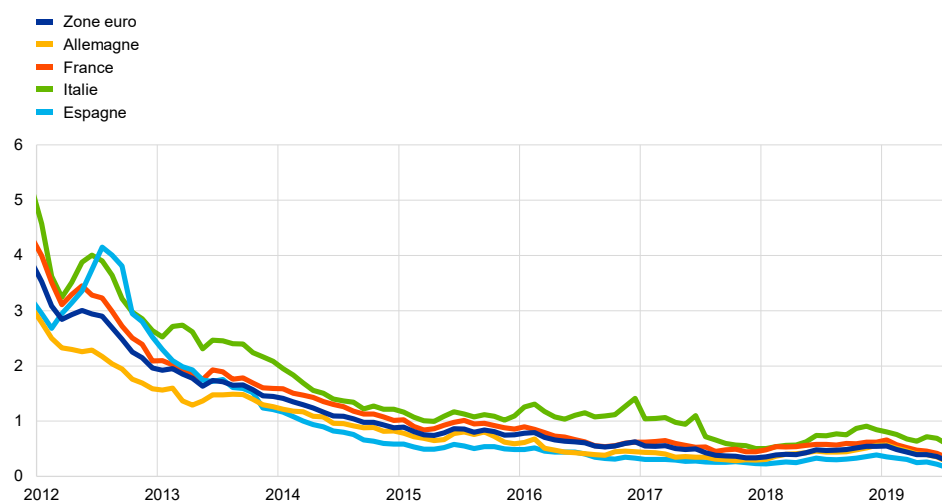
Les conditions de financement par endettement des banques se sont encore améliorées. Depuis début 2019, le coût composite du financement par endettement des banques de la zone euro a encore diminué, évolution globalement conforme à celle des taux de référence du marché (cf. graphique 22). Cette évolution résulte essentiellement d'une baisse considérable des rendements des obligations bancaires, tandis que les taux appliqués aux dépôts bancaires sont demeurés

proches de leurs points bas historiques. Par rapport aux dépôts, les obligations bancaires sont restées la source de financement la plus coûteuse, représentant une part limitée du financement global par endettement des banques. L'amélioration des coûts de financement par endettement des banques a concerné tous les grands pays de la zone euro. De plus, dans leurs réponses à l'enquête sur la distribution du crédit bancaire réalisée par la BCE, les banques de la zone euro ont fait état d'une amélioration de leur accès au financement au premier semestre 2019, essentiellement attribuable à l'accès au financement via l'émission de titres de créance. Cela étant, le niveau des coûts de financement des banques est resté hétérogène parmi les grands pays de la zone euro. Au premier semestre 2019, les marges d'intérêt des banques de la zone euro sur les contrats nouveaux ont légèrement diminué. À cet égard, la possibilité d'appliquer des taux négatifs aux dépôts, qui varie d'un pays à l'autre s'agissant des dépôts des SNF, affecte ces marges de manière significative. Ainsi, la compression des marges d'intérêt a un effet modérateur sur la rentabilité bancaire. Toutefois, cet effet est contrebalancé par l'impact positif de l'environnement de taux d'intérêt bas, voire négatifs, sur la qualité du crédit (qui réduit les coûts de provisionnement) et les volumes de prêt. Les conditions de financement des banques de la zone euro demeurent globalement favorables, reflétant l'orientation accommodante de la politique monétaire de la BCE et le renforcement des bilans des banques. En dépit des progrès réalisés par les banques dans l'assainissement de leurs bilans, par exemple en réduisant leurs encours de prêts non performants, le niveau de rentabilité des banques de la zone euro reste faible.

Graphique 22

Coût composite du financement par endettement des banques

(coût composite du financement par les dépôts et du financement de marché non sécurisé ; en pourcentage annuel)



Sources : BCE, Markit iBoxx et calculs de la BCE.

Notes : Le coût composite des dépôts est calculé comme une moyenne des taux des nouveaux contrats de dépôt à vue, de dépôt à terme et de dépôt remboursable avec préavis, pondérés par les encours correspondants. La dernière observation se rapporte à juillet 2019.

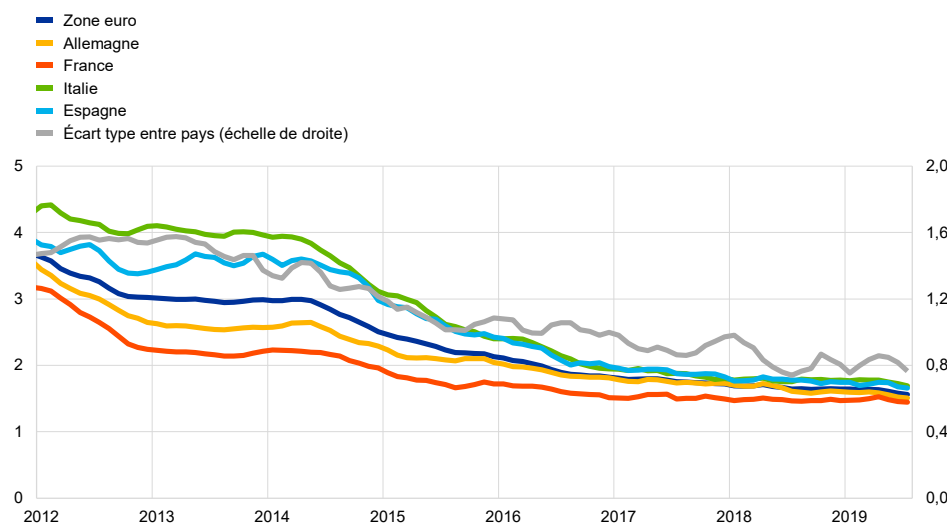
Les taux d'intérêt des prêts bancaires accordés aux SNF et aux ménages ont encore baissé. Cette évolution est globalement conforme à celle des taux de référence du marché. En juillet 2019, le taux d'intérêt composite sur les prêts

bancaires consentis aux SNF (cf. graphique 23) est ressorti à 1,56 %, seulement légèrement au-dessus de son point bas historique, tandis que le taux d'intérêt composite sur les prêts bancaires au logement a atteint un nouveau point bas historique en juillet, revenant à 1,61 % (cf. graphique 24). Les pressions concurrentielles et les coûts de financement plus favorables pour les banques ont exercé un effet modérateur sur les taux des prêts consentis aux SNF et aux ménages de la zone euro. Dans l'ensemble, les taux d'intérêt composites sur les prêts bancaires accordés aux SNF et aux ménages ont enregistré un net recul depuis l'annonce par la BCE des mesures d'assouplissement du crédit en juin 2014. Entre mai 2014 et juillet 2019, les taux d'intérêt composites sur les prêts consentis aux SNF et aux ménages ont fléchi de, respectivement, 140 et 130 points de base environ. La réduction des taux sur les prêts bancaires consentis aux SNF, ainsi que sur les prêts aux petites entreprises (en supposant que les prêts de très faible montant, inférieur ou égal à 250 000 euros, sont principalement accordés aux petites entreprises), a été particulièrement significative dans les pays de la zone euro plus touchés par la crise financière. Cela indique une transmission plus uniforme de la politique monétaire aux taux débiteurs bancaires pour l'ensemble des pays de la zone euro et des entreprises quelle que soit leur taille.

Graphique 23

Taux d'intérêt composites sur les prêts aux SNF

(en pourcentage annuel ; moyenne mobile sur trois mois)



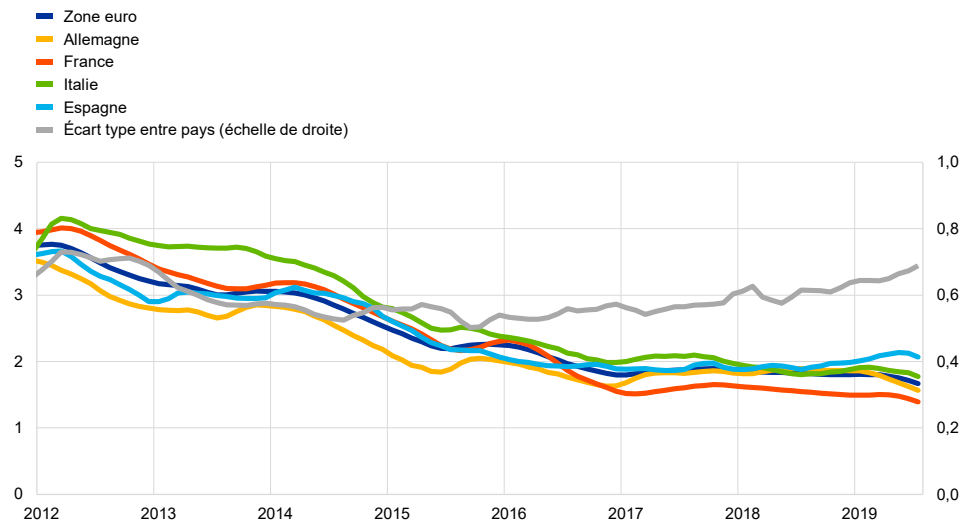
Source : BCE.

Notes : L'indicateur relatif au coût total de l'emprunt bancaire est calculé en agrégeant les taux à court et à long terme à l'aide de la moyenne mobile sur 24 mois des volumes de contrats nouveaux. L'écart type entre pays est calculé pour un échantillon constant de douze pays de la zone euro. La dernière observation se rapporte à juillet 2019.

Graphique 24

Taux d'intérêt composites sur les prêts au logement

(en pourcentage annuel ; moyenne mobile sur trois mois)



Source : BCE.

Notes : L'indicateur relatif au coût total de l'emprunt bancaire est calculé en agrégeant les taux à court et à long terme à l'aide de la moyenne mobile sur 24 mois des volumes de contrats nouveaux. L'écart type entre pays est calculé pour un échantillon constant de douze pays de la zone euro. La dernière observation se rapporte à juillet 2019.

Le flux annuel du financement externe total à destination des SNF de la zone euro est demeuré globalement inchangé au deuxième trimestre 2019, après avoir enregistré une forte contraction au trimestre précédent. L'emprunt bancaire s'est renforcé au cours du trimestre et les émissions nettes de titres de créance sont demeurées solides. En revanche, les émissions nettes d'actions cotées et les prêts des institutions financières non monétaires sont demeurés faibles. Par rapport aux précédents ralentissements économiques, les flux de financement par endettement à destination des SNF ont plutôt bien résisté. Cela reflète les conditions favorables du financement par endettement, la plus forte contribution à la croissance économique générale apportée par les services et les activités liées à l'immobilier, la croissance solide de l'investissement des entreprises et le ralentissement de la croissance des bénéfices, autant de facteurs ayant contribué à soutenir les volumes du financement par endettement.

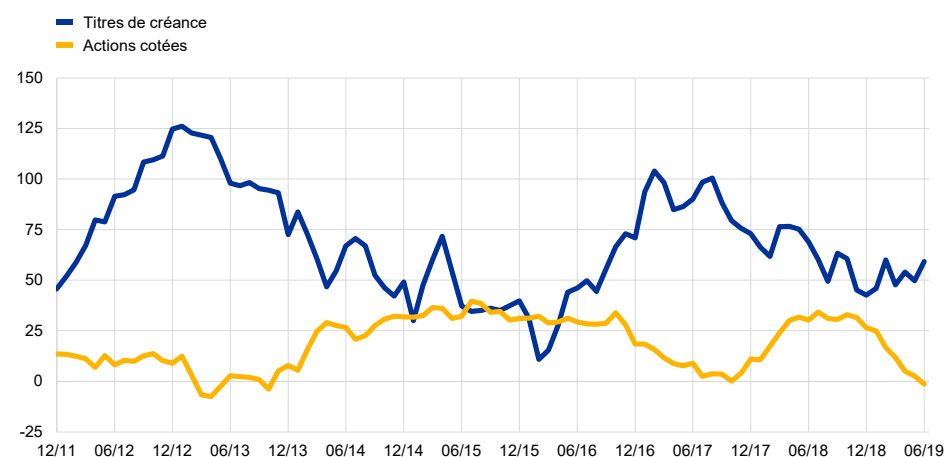
Au deuxième trimestre 2019, les émissions nettes de titres de créance par les SNF sont demeurées relativement robustes, s'inscrivant cependant en baisse par rapport au trimestre précédent, qui avait enregistré le niveau le plus élevé depuis 1999. La modération des émissions nettes de titres de créance au deuxième trimestre 2019 est cohérente avec le profil saisonnier typique de la série et l'effet remboursement qui fait suite à leur vigueur exceptionnelle (42 milliards d'euros) au trimestre précédent. En outre, entre avril et juin 2019, le coût du financement par endettement de marché a encore diminué de 25 points de base et continué de soutenir les émissions nettes de titres de créance. Dans une perspective à moyen terme, le ralentissement progressif des flux annuels d'émissions nettes qui avait débuté en 2017 semble s'être interrompu, au moins de façon temporaire (cf. graphique 25), confirmant ainsi les signes de stabilisation graduelle observés depuis début 2019. Les données de marché suggèrent que les émissions nettes de

titres de créance sont restées soutenues en juillet et en août 2019, limitées cependant aux émetteurs bien notés (*investment-grade*), tandis que les émissions à haut rendement (*high-yield*) demeurent beaucoup plus modérées qu'au deuxième trimestre 2019. Les émissions nettes d'actions cotées ont continué de s'affaiblir et sont devenues négatives au deuxième trimestre 2019, reflétant à la fois l'atonie des opérations de fusion et acquisition et la hausse continue du coût du financement par émission d'actions.

Graphique 25

Émissions nettes de titres de créance et d'actions cotées par les SNF de la zone euro

(flux annuels en milliards d'euros)



Source : BCE.

Notes : Chiffres mensuels fondés sur une période glissante de 12 mois. La dernière observation se rapporte à juin 2019.

En juin 2019, le coût de financement des SNF est demeuré légèrement supérieur au minimum historique qu'il avait atteint en avril 2019. En juin 2019, le coût nominal total du financement externe des SNF, qui comprend le crédit bancaire, l'émission de dette sur le marché et le financement par émission d'actions, est ressorti à 4,6 %, soit 16 points de base de plus qu'en avril 2019, lorsque le coût de financement avait atteint un point bas historique, mais toujours inférieur au niveau constaté mi-2014, avec l'apparition des anticipations du marché concernant l'introduction du programme d'achats de titres du secteur public. L'augmentation du coût de financement est attribuable au coût plus élevé des fonds propres – sous l'effet de la hausse des primes de risque – qui n'a été que partiellement contrebalancé par une nouvelle diminution du coût du financement par endettement de marché. Pour les deux prochains mois, le coût de financement total devrait, selon les estimations, demeurer globalement inchangé à sa valeur de juin 2019.

Le déficit budgétaire de la zone euro devrait augmenter sur l'ensemble de la période de projection (2019-2021) sous l'influence d'une contraction des soldes primaires. Un écart favorable entre les taux d'intérêt et les taux de croissance conjugué à des soldes primaires positifs, quoique orientés à la baisse, continue de maintenir le ratio dette publique/PIB de la zone euro sur une trajectoire baissière. L'orientation budgétaire générale dans la zone euro devrait être légèrement expansionniste et soutenir quelque peu l'activité économique. Compte tenu de l'affaiblissement des perspectives économiques et de la persistance d'importants risques à la baisse, les gouvernements disposant d'une marge de manœuvre budgétaire qui sont confrontés à un ralentissement devraient agir de manière efficace et rapide. Dans le même temps, dans les pays où la dette publique est élevée, les gouvernements doivent adopter des politiques prudentes et atteindre les objectifs de soldes structurels. Cela permettra de créer les conditions nécessaires au libre jeu des stabilisateurs automatiques.

Le solde budgétaire des administrations publiques de la zone euro devrait se réduire à l'horizon des projections⁸. D'après les projections macroéconomiques de septembre 2019 établies par les services de la BCE, le ratio de déficit des administrations publiques de la zone euro passerait de 0,5 % du PIB en 2018 à 0,8 % du PIB en 2019. Cette évolution résulte d'une dégradation du solde primaire corrigé du cycle, qui a été partiellement compensée par l'allègement des charges d'intérêts, la composante cyclique demeurant globalement inchangée. Le creusement du déficit devrait se poursuivre en 2020 et s'accroître encore pour atteindre 1 % du PIB en 2021 (cf. graphique 26) sous l'effet d'un repli prolongé du solde primaire corrigé du cycle.

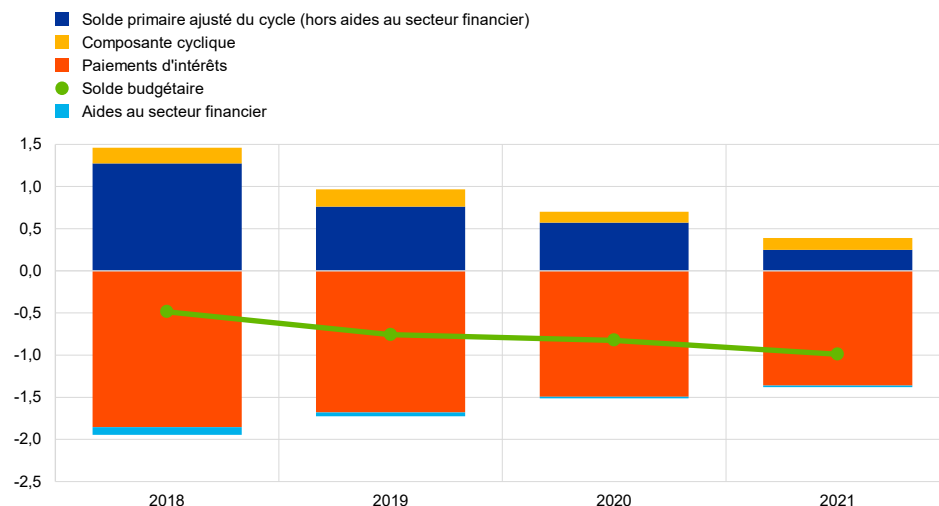
Les perspectives relatives au solde budgétaire des administrations publiques de la zone euro sont demeurées pour ainsi dire inchangées par rapport aux projections de juin 2019 établies par les services de l'Eurosystème. Si le ratio de déficit devrait retomber légèrement en 2019 à la faveur d'une hausse du solde primaire corrigé du cycle, il a fait l'objet d'une légère révision à la hausse pour 2021, une adaptation qui reflète une composante cyclique moins favorable.

⁸ Cf. les « Projections macroéconomiques de septembre 2019 pour la zone euro établies par les services de la BCE » publiées le 12 septembre 2019 sur le site internet de la BCE.

Graphique 26

Le solde budgétaire et ses composantes

(en pourcentage du PIB)



Sources : BCE et projections macroéconomiques de septembre 2019 établies par les services de la BCE.

Note : Les données se rapportent au secteur agrégé des administrations publiques de la zone euro.

L'orientation budgétaire globale de la zone euro devrait être légèrement expansionniste sur l'ensemble de la période de projection ⁹.

L'assouplissement de l'orientation en 2019 résulte principalement de réductions de la fiscalité directe en France et en Allemagne, ainsi que d'augmentations des dépenses publiques en Allemagne. Dans les deux prochaines années, l'orientation demeurera légèrement expansionniste, sous l'effet surtout de nouvelles diminutions de la fiscalité directe et des contributions à la sécurité sociale dans la plupart des plus grands pays de la zone euro.

Le ratio dette/PIB du secteur agrégé des administrations publiques de la zone euro devrait continuer de décroître.

Selon les projections macroéconomiques de septembre 2019 établies par les services de la BCE, le ratio dette/PIB du secteur agrégé des administrations publiques de la zone euro devrait retomber de 85,4 % du PIB en 2018 ¹⁰ à 81,2 % du PIB en 2021. Le recul attendu du ratio de la dette publique repose sur un écart négatif entre taux d'intérêt et taux de croissance ¹¹ ainsi que sur une persistance des excédents primaires, qui devraient néanmoins se resserrer au fil du temps (cf. graphique 27). À l'horizon des projections, le ratio d'endettement devrait refluer dans la plupart des pays de la zone euro, même s'il continuera de dépasser largement la valeur de référence de 60 % du PIB dans certains d'entre eux. En comparaison des projections de juin 2019, le repli du ratio

⁹ L'orientation budgétaire reflète la direction et l'ampleur de la relance des politiques budgétaires sur l'économie au-delà de la réaction automatique des finances publiques au cycle conjoncturel. Elle est mesurée comme la variation du ratio du solde primaire corrigé du cycle, déduction faite des aides publiques au secteur financier. Pour plus de détails concernant le concept d'orientation budgétaire de la zone euro, cf. l'article intitulé « L'orientation budgétaire de la zone euro », *Bulletin économique*, n° 4, BCE, 2016.

¹⁰ Comme les projections tiennent généralement compte des révisions de données les plus récentes, il se peut qu'il y ait des écarts par rapport aux dernières données validées d'Eurostat.

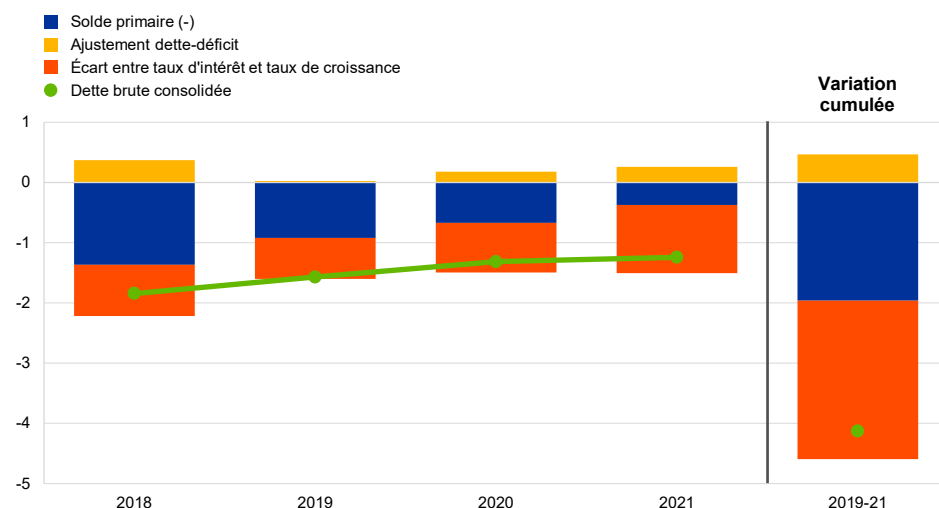
¹¹ Pour plus d'informations, cf. l'encadré intitulé « Le différentiel entre les taux d'intérêt et de croissance et la dynamique de la dette publique », *Bulletin économique*, n° 2, BCE, 2019.

dette/PIB du secteur agrégé des administrations publiques de la zone euro devrait être plus lent, le ratio attendu pour 2021 ayant été revu à la hausse de 0,7 point de pourcentage. Cette élévation est le reflet d'une adaptation à la hausse de l'écart entre taux d'intérêt et taux de croissance, d'excédents primaires plus faibles ainsi que d'une révision statistique du ratio dette/PIB pour 2018.

Graphique 27

Facteurs déterminants de la variation de la dette publique

(en points de pourcentage du PIB)



Sources : BCE et projections macroéconomiques de septembre 2019 établies par les services de la BCE.
Note : Les données se rapportent au secteur agrégé des administrations publiques de la zone euro.

Les pays doivent concevoir des budgets pour 2020 qui soient conformes aux dispositions du cadre budgétaire de l'UE.

Au vu de la dégradation des perspectives économiques et de l'importance de risques baissiers, les gouvernements confrontés à un ralentissement qui disposent d'une marge budgétaire devraient agir de façon efficace et opportune. Dans les pays qui présentent une dette publique élevée, les gouvernements devront adopter des politiques prudentes et atteindre les objectifs de soldes structurels. Cela permettra de créer les conditions nécessaires au libre jeu des stabilisateurs automatiques. Tous les pays devraient renforcer leurs efforts afin d'aboutir à une composition des finances publiques plus propice à la croissance.

Encadrés

1 Le train de mesures de politique monétaire de septembre

Julian Schumacher et Ine Van Robays

Lors de sa réunion de septembre, le Conseil des gouverneurs a été confronté à un ralentissement de l'économie de la zone euro plus prolongé que prévu auparavant, à des risques à la baisse persistants et importants ainsi qu'à un nouveau retard dans la convergence de l'inflation vers son objectif de moyen terme. Les perspectives d'inflation sont demeurées inférieures à l'objectif du Conseil des gouverneurs, en raison du ralentissement de la dynamique de croissance de la zone euro. Les taux d'inflation, à la fois réalisés et projetés, ne sont pas parvenus à se redresser ces derniers mois, les mesures de l'inflation sous-jacente sont généralement restées modérées et en ce qui concerne les anticipations d'inflation à long terme, les indicateurs extraits des instruments de marché et ceux tirés d'enquêtes s'établissent à des niveaux historiquement bas. Ce tableau ressort également des dernières projections macroéconomiques établies par les services de la BCE, qui mettent en évidence une nouvelle dégradation des perspectives d'inflation et de croissance.

Dans le cadre de son mandat de maintien de la stabilité des prix dans la zone euro, le Conseil des gouverneurs a adopté un important train de mesures de politique monétaire. Ce train de mesures se compose de cinq éléments : a) une baisse du taux d'intérêt de la facilité de dépôt, b) des ajustements de la *forward guidance* sur les taux d'intérêt directeurs de la BCE, c) la reprise des achats nets dans le cadre du programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme* – APP), d) des modifications des modalités de la nouvelle série d'opérations de refinancement à plus long terme ciblées (*targeted longer-term refinancing operations* – TLTRO III), et e) l'introduction d'un système de rémunération des réserves à deux paliers. Ces mesures se complètent pour apporter une relance monétaire substantielle. Elles permettront de maintenir, sur les différents compartiments du marché, des conditions financières suffisamment favorables pour soutenir un redressement de la croissance et l'ancrage des anticipations d'inflation. Elles préservent des conditions de prêts bancaires favorables et assurent également une transmission harmonieuse de l'orientation accommodante de la politique monétaire à l'économie réelle.

Premièrement, le Conseil des gouverneurs a décidé d'abaisser le taux d'intérêt de la facilité de dépôt à – 0,50 %. Dans un environnement caractérisé par un excédent de liquidité, le taux de la facilité de dépôt constitue l'ancrage des taux d'intérêt à court terme, qui soutiennent à leur tour le mécanisme de transmission de la politique monétaire. Le taux du marché interbancaire (Eonia) ancre la courbe des taux des *swaps* indexés sur le taux au jour le jour, qui sous-tend la valorisation de nombreux instruments financiers et, en particulier, les taux de référence qui sont importants pour la fixation des taux des prêts. Les baisses du taux de la facilité de dépôt apportent ainsi une relance monétaire sur l'ensemble de la structure par terme

des taux d'intérêt, qui constitue le fondement des coûts de financement pour les entreprises et les ménages. Le fait d'abaisser de 10 points de base le taux d'intérêt appliqué à la facilité de dépôt accentuera par conséquent l'orientation accommodante et encouragera en outre les banques à octroyer des prêts à l'économie au lieu de détenir de la liquidité, ce qui devrait favoriser le canal du rééquilibrage des portefeuilles de l'APP.

Deuxièmement, le Conseil des gouverneurs a fourni une indication claire pour la trajectoire future des taux d'intérêt à court terme en modifiant la composante de sa *forward guidance* liée aux perspectives économiques. Les ajustements viennent compléter l'accent mis par le Conseil des gouverneurs sur la symétrie de son objectif d'inflation qu'il avait soulignée lors de sa réunion de juillet, montrant sa détermination à agir face à une inflation inférieure à la définition de la stabilité des prix avec le même degré d'engagement que si l'inflation était supérieure à celle-ci. La réunion de septembre a apporté des clarifications supplémentaires sur la *forward guidance*.

Le Conseil des gouverneurs a à présent renforcé la composante de sa *forward guidance* dépendant des perspectives économiques en liant celle-ci à un ensemble de conditions plus strictes pour les perspectives d'inflation.

Ces améliorations clarifient la fonction de réaction du Conseil des gouverneurs face aux évolutions des perspectives d'inflation. En particulier, le Conseil des gouverneurs prévoit désormais que les taux d'intérêt directeurs de la BCE resteront « *à leurs niveaux actuels ou à des niveaux plus bas jusqu'à ce qu'il ait constaté que les perspectives d'inflation convergent durablement vers un niveau suffisamment proche de, mais inférieur à 2 % sur son horizon de projection, et que cette convergence se reflète de manière cohérente dans la dynamique d'inflation sous-jacente* ». La référence à un niveau « *suffisamment proche de, mais inférieur à 2 %* » montre que les perspectives d'inflation doivent augmenter significativement par rapport à leurs niveaux actuels, réalisés et attendus, et que leur convergence devra être observée sur l'horizon de projection. De plus, les perspectives d'inflation devront converger de manière robuste, ce qui signifie que le Conseil des gouverneurs veut s'assurer que le processus de convergence est suffisamment mature et réaliste avant de commencer à relever les taux directeurs. Cette condition précisant que la convergence doit se refléter dans la dynamique de l'inflation sous-jacente garantit que la trajectoire de l'inflation réalisée devra sous-tendre les perspectives d'inflation. Ces éléments permettent d'éviter une réaction trop forte aux chocs d'inflation temporaires ainsi qu'aux erreurs de prévision et de mesure.

La *forward guidance* renforcée souligne l'engagement du Conseil des gouverneurs à maintenir une orientation très accommodante de la politique monétaire aussi longtemps que nécessaire pour que l'inflation atteigne durablement des niveaux proches de son objectif de moyen terme. De plus, le Conseil des gouverneurs a indiqué que les taux d'intérêt pourraient être de nouveau abaissés si les perspectives d'inflation l'exigeaient, conservant ainsi un « biais accommodant » sur les taux directeurs.

Troisièmement, le Conseil des gouverneurs a décidé de reprendre les achats nets dans le cadre de l'APP à un rythme mensuel de 20 milliards d'euros et il

poursuivra les réinvestissements pendant une période prolongée. La reprise des achats nets d'actifs permettra de contenir les taux à long terme en réduisant les primes de risque. Dans le même temps, le Conseil des gouverneurs a décidé de poursuivre les réinvestissements, en totalité, des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre de l'APP pendant une période prolongée après la date de relèvement des taux d'intérêt et, en tout cas, aussi longtemps que nécessaire pour maintenir des conditions de liquidité favorables et un degré élevé de soutien monétaire. Le Conseil des gouverneurs a également décidé d'étendre, dans la mesure nécessaire, la possibilité d'acheter des actifs avec des rendements inférieurs au taux de la facilité de dépôt aux composantes de l'APP relatives au secteur privé, à savoir le troisième programme d'achats d'obligations sécurisées (CBPP3), le programme d'achats de titres adossés à des actifs (ABSPP) et le programme d'achats de titres du secteur des entreprises (CSPP). Cette extension facilitera la poursuite de la mise en œuvre harmonieuse de l'APP et reflète les variations des taux d'intérêt du marché par rapport au taux de la facilité de dépôt.

La reprise des achats nets d'actifs complètera l'impact de la *forward guidance* sur les taux d'intérêt, dans la mesure où ces achats devraient être réalisés aussi longtemps que nécessaire pour renforcer l'effet accommodant des taux directeurs et prendre fin peu de temps avant le relèvement des taux d'intérêt.

Cela accroît le rôle des taux directeurs en tant que signal. Dans la mesure où la composante de la *forward guidance* sur les taux directeurs de la BCE liée aux perspectives économiques est fondée sur les évolutions de l'inflation projetée et la trajectoire de l'inflation sous-jacente, elle fait également dépendre l'horizon des achats nets des perspectives d'inflation. De plus, lier la politique de réinvestissement aux taux d'intérêt garantit également que l'horizon de réinvestissement évolue en corrélation avec la trajectoire attendue des taux d'intérêt, renforçant ainsi l'effet accommodant de ces derniers.

Quatrièmement, le Conseil des gouverneurs a décidé d'adapter les modalités des TLTRO III. Les taux appliqués aux nouvelles opérations ont été rendus plus attractifs. En particulier, l'écart de 10 points de base au-dessus du taux d'intérêt d'entrée et des taux d'emprunt minimums annoncé en juin a été supprimé. Le taux d'intérêt de chaque opération sera désormais fixé au niveau du taux moyen appliqué aux opérations principales de refinancement pendant la durée de la TLTRO III concernée. Les banques dont les prêts dépassent une référence donnée bénéficieront d'un taux plus bas, qui pourra être aussi bas que le taux d'intérêt moyen de la facilité de dépôt. Le nouveau taux soutiendra les conditions de financement des banques afin de garantir que celles-ci continuent d'offrir des conditions de crédit favorables aux entreprises et aux ménages. De plus, la durée des opérations TLTRO III a été portée de deux à trois ans afin de mieux correspondre à la durée habituelle du financement bancaire des projets d'investissement. Cela renforce le soutien que les TLTRO III apporteront au financement de l'économie réelle. Enfin, les contreparties auront la possibilité d'effectuer des remboursements anticipés volontaires des montants empruntés, à une fréquence trimestrielle, à compter de deux ans après le règlement de chaque opération. Ensemble, ces modifications préserveront des conditions de prêts bancaires favorables, garantiront une

transmission harmonieuse de la politique monétaire et continueront de soutenir l'orientation accommodante de la politique monétaire.

Enfin, le Conseil des gouverneurs a décidé d'introduire un système de rémunération des réserves à deux paliers dans lequel une partie de l'excédent de liquidité des banques n'est pas soumise au taux négatif de la facilité de dépôt.

Le Conseil des gouverneurs a suivi avec attention les éventuels effets secondaires des taux d'intérêt négatifs sur l'intermédiation bancaire, qui pourraient prendre davantage d'importance à mesure que les taux négatifs restent plus longtemps en vigueur et sont plus fortement abaissés. À cet égard, un système à deux paliers contribuera à préserver l'impact positif de la politique de taux d'intérêt négatifs sur l'économie en contrebalançant une partie de l'effet direct exercé sur la rentabilité des banques. Le volume maximum de l'excédent des avoirs de réserve par rapport aux réserves obligatoires qui ne sera pas soumis au taux de la facilité de dépôt – la partie non soumise au taux de la facilité de dépôt – sera déterminé comme un multiple des réserves obligatoires des établissements de crédit. Le multiplicateur qui sera applicable à compter de la septième période de constitution de 2019 sera fixé à 6 et la partie de l'excédent de liquidité non soumise au taux de la facilité de dépôt sera rémunérée au taux annuel de 0 %¹². Le taux de rémunération de la partie non soumise au taux de la facilité de dépôt et le multiplicateur permettant de déterminer son volume maximum peuvent être modifiés au fil du temps, en fonction des conditions sur le marché monétaire. Dans les conditions actuelles de liquidité¹³, la partie non soumise au taux de la facilité de dépôt pourrait représenter 43 % de l'excédent de liquidité si les établissements de crédit utilisent pleinement leurs quotas pouvant ne pas être soumis au taux de la facilité de dépôt. Cela favorisera la transmission de la politique monétaire par les banques, améliorant ainsi l'efficacité de la politique de taux d'intérêt négatifs lors de la transmission des taux directeurs bas aux taux débiteurs bancaires.

Cet ensemble exhaustif de mesures de politique monétaire soutiendra la convergence de l'inflation vers l'objectif de moyen terme du Conseil des gouverneurs. Grâce à chacune de ces mesures et à leurs effets qui se renforcent mutuellement, les décisions de politique monétaire de septembre fourniront une relance monétaire substantielle afin de garantir que les entreprises et les ménages puissent continuer d'emprunter à des taux très attractifs. Les conditions de financement favorables étayeront l'expansion économique en soutenant la dynamique de la consommation et de l'investissement, ce qui favorisera la convergence de l'inflation vers l'objectif du Conseil des gouverneurs.

Dans tous les cas, le Conseil des gouverneurs a réaffirmé qu'il continue de se tenir prêt à ajuster l'ensemble de ses instruments de façon adéquate pour

¹² Le montant de l'excédent de réserves non soumis au taux de la facilité de dépôt est déterminé sur la base des soldes moyens de fin de journée calendaires des comptes de réserve des établissements de crédit au cours d'une période de constitution. En incluant les réserves obligatoires, qui sont rémunérées au taux d'intérêt des opérations principales de refinancement (actuellement 0 %), le montant total maximum des réserves (réserves obligatoires plus excédent de réserves) non soumis au taux de la facilité de dépôt est par conséquent limité à sept fois le montant des réserves obligatoires.

¹³ Fondées sur les réserves obligatoires moyennes et l'excédent moyen de liquidité au cours des troisième et quatrième périodes de constitution des réserves de 2019 – cf. l'encadré intitulé « Conditions de la liquidité et opérations de politique monétaire du 17 avril au 30 juillet 2019 », du présent *Bulletin économique*.

orienter l'inflation vers son objectif de manière durable. Une orientation très accommodante de la politique monétaire sera nécessaire pendant une période prolongée. Le train de mesures de politique monétaire de septembre montre que le Conseil des gouverneurs est déterminé et se tient prêt à fournir le soutien monétaire nécessaire dans le cadre de la poursuite de son objectif de stabilité des prix. Si les perspectives d'inflation continuent de se situer à des niveaux nettement inférieurs à son objectif d'inflation, le Conseil des gouverneurs continue de se tenir prêt à utiliser l'ensemble de ses instruments de façon adéquate pour assurer une convergence durable de l'inflation vers son objectif proche de, mais inférieur à 2 % à moyen terme, conformément à son engagement en faveur de la symétrie.

Conditions de la liquidité et opérations de politique monétaire du 17 avril au 30 juillet 2019

Annette Kamps et Christian Lizarazo

Cet encadré décrit la situation de liquidité de l'Eurosystème et les opérations de politique monétaire de la BCE durant les troisième et quatrième périodes de constitution de réserves de 2019, comprises entre le 17 avril et le 11 juin 2019 et entre le 12 juin et le 30 juillet 2019, respectivement. Tout au long de ces périodes, les taux des opérations principales de refinancement, de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt sont demeurés inchangés à 0,00 %, 0,25 % et – 0,40 %, respectivement. Parallèlement, l'Eurosystème a poursuivi sa phase de réinvestissement dans le cadre de son programme d'achats d'actifs (APP), réinvestissant les remboursements au titre du principal des titres du secteur public arrivant à échéance, des obligations sécurisées, des titres adossés à des actifs et des titres du secteur des entreprises.

Besoin de refinancement

Au cours de la période sous revue, le besoin global moyen de refinancement quotidien du système bancaire, qui correspond à la somme du solde des facteurs autonomes et des réserves obligatoires, est ressorti à 1 511,3 milliards d'euros, en hausse de 14,9 milliards par rapport à la précédente période sous revue (qui couvrait les première et deuxième périodes de constitution de 2019) (cf. tableau A). Cette légère augmentation du besoin de refinancement résulte en grande partie de l'évolution du solde des facteurs autonomes, qui a augmenté de 13,0 milliards d'euros au cours de la période sous revue, pour s'établir à 1 381,3 milliards.

L'augmentation du solde des facteurs autonomes résulte d'une hausse des facteurs de retrait de liquidité qui a plus que compensé la croissance des facteurs d'apport de liquidité. L'accroissement des facteurs de retrait de liquidité a principalement résulté des « autres facteurs autonomes », qui ont augmenté en moyenne de 28,2 milliards d'euros, pour s'établir à 788,7 milliards, et des billets en circulation, qui ont augmenté en moyenne de 21,8 milliards pour s'inscrire à 1 234,1 milliards. Les dépôts des administrations publiques, qui peuvent présenter une volatilité saisonnière, sont restés pratiquement inchangés à 270,5 milliards d'euros (en hausse de 7,2 milliards) en moyenne au cours de la période sous revue. Parmi les facteurs d'apport de liquidité, les actifs nets libellés en euros ont augmenté en moyenne de 16,3 milliards d'euros, s'inscrivant à 213,0 milliards, par rapport à la précédente période sous revue au cours de laquelle la hausse plus forte reflétait un profil saisonnier de fin d'année. Les facteurs d'apport de liquidité ont également augmenté en raison de la valeur plus élevée des avoirs extérieurs nets, qui se sont accrus de 27,9 milliards d'euros en moyenne, comme lors de la précédente période sous revue.

Tableau A

Situation de liquidité de l'Eurosystème

Engagements – besoin de refinancement

(moyennes ; en milliards d'euros)

	Période sous revue actuelle : du 17 avril au 30 juillet 2019						Précédente période sous revue : du 30 janvier au 16 avril 2019	
	Troisième et quatrième périodes de constitution		Troisième période de constitution : du 17 avril au 11 juin		Quatrième période de constitution : du 12 juin au 30 juillet		Première et deuxième périodes de constitution	
Facteurs autonomes de la liquidité	2 293,3	(+57,2)	2 253,4	(+3,5)	2 339,0	(+85,6)	2 236,1	(+59,3)
Billets en circulation	1 234,1	(+21,8)	1 228,1	(+12,4)	1 240,8	(+12,7)	1 212,2	(+2,2)
Dépôts des administrations publiques	270,5	(+7,2)	248,3	(-22,2)	295,9	(+47,6)	263,3	(+27,2)
Autres facteurs autonomes	788,7	(+28,2)	776,9	(+13,3)	802,3	(+25,3)	760,6	(+29,9)
Comptes courants	1 372,5	(+1,2)	1 404,6	(+25,6)	1 335,7	(-68,9)	1 371,3	(+13,7)
Instruments de politique monétaire	717,5	(-40,1)	730,8	(-17,3)	702,3	(-28,5)	757,6	(-7,3)
Réserves obligatoires ¹	130,1	(+1,9)	128,8	(+0,4)	131,5	(+2,6)	128,1	(+1,1)
Facilité de dépôt	587,4	(-42,0)	601,9	(-17,7)	570,8	(-31,1)	629,4	(-8,4)
Opérations de réglage fin de retrait de liquidité	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)

Actifs – offre de liquidité

(moyennes ; en milliards d'euros)

	Période sous revue actuelle : du 17 avril au 30 juillet 2019						Précédente période sous revue : du 30 janvier au 16 avril 2019
	Troisième et quatrième périodes de constitution	Troisième période de constitution : du 17 avril au 11 juin		Quatrième période de constitution : du 12 juin au 30 juillet		Première et deuxième périodes de constitution	
Facteurs autonomes de la liquidité	912,3	(+44,2)	904,9	(+18,0)	920,8	(+16,0)	868,1 (+75,4)
Avoirs extérieurs nets	699,4	(+27,9)	689,7	(+11,1)	710,3	(+20,6)	671,4 (+32,2)
Avoirs nets libellés en euros	213,0	(+16,3)	215,1	(+6,9)	210,5	(-4,6)	196,6 (+43,2)
Instruments de politique monétaire	3 341,2	(-27,9)	3 355,2	(-6,8)	3 325,1	(-30,0)	3 369,1 (-10,8)
Opérations d' <i>open market</i>	3 341,0	(-28,0)	3 354,8	(-7,1)	3 325,1	(-29,7)	3 369,0 (-10,7)
Opérations d'appels d'offres	715,1	(-12,6)	724,2	(-1,8)	704,7	(-19,5)	727,7 (-4,9)
Opérations principales de refinancement	5,1	(-0,8)	5,5	(-0,2)	4,6	(-0,9)	5,9 (-1,5)
Opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois mois	3,3	(-0,7)	3,3	(-0,3)	3,3	(-0,0)	3,9 (-0,7)
Opérations TLTRO II	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0 (+0,0)
Portefeuilles d'achats fermes de titres	2 625,9	(-15,4)	2 630,6	(-5,2)	2 620,4	(-10,3)	2 641,3 (-5,9)
1 ^{er} programme d'achats d'obligations sécurisées	3,1	(-1,0)	3,2	(-0,7)	2,9	(-0,3)	4,1 (-0,2)
2 ^e programme d'achats d'obligations sécurisées	3,5	(-0,4)	3,5	(-0,3)	3,4	(-0,1)	3,9 (-0,1)
3 ^e programme d'achats d'obligations sécurisées	261,7	(-0,5)	261,9	(-0,1)	261,5	(-0,4)	262,2 (-0,1)
Programme pour les marchés de titres	61,4	(-3,9)	62,8	(+0,1)	59,7	(-3,1)	65,3 (-7,7)
Programme d'achats de titres adossés à des actifs	26,1	(-0,0)	26,2	(+0,3)	26,0	(-0,2)	26,2 (-1,5)
Programme d'achats de titres du secteur public	2 092,4	(-9,2)	2 095,2	(-4,4)	2 089,2	(-6,0)	2 101,6 (+2,9)
Programme d'achats de titres du secteur des entreprises	177,7	(-0,3)	177,7	(-0,1)	177,6	(-0,1)	178,0 (+0,9)
Facilité de prêt marginal	0,2	(+0,1)	0,4	(+0,3)	0,0	(-0,3)	0,1 (-0,1)

Autres informations fondées sur la liquidité

(moyennes, en milliards d'euros)

	Période sous revue actuelle : du 17 avril au 30 juillet 2019						Précédente période sous revue : du 30 janvier au 16 avril 2019
	Troisième et quatrième périodes de constitution	Troisième période de constitution : du 17 avril au 11 juin		Quatrième période de constitution : du 12 juin au 30 juillet		Première et deuxième périodes de constitution	
Besoin global de refinancement	1 511,3	(+14,9)	1 477,4	(-14,3)	1 550,0	(+72,6)	1 496,4 (-15,1)
Facteurs autonomes ²	1 381,3	(+13,0)	1 348,6	(-14,7)	1 418,6	(+70,0)	1 368,3 (-16,2)
Excédent de liquidité	1 829,6	(-42,9)	1 877,4	(+7,3)	1 775,1	(-102,3)	1 872,5 (+4,3)

Évolutions des taux d'intérêt

(moyennes ; pourcentages)

	Période sous revue actuelle : du 17 avril au 30 juillet 2019						Précédente période sous revue : du 30 janvier au 16 avril 2019
	Troisième et quatrième périodes de constitution		Troisième période de constitution : du 17 avril au 11 juin		Quatrième période de constitution : du 12 juin au 30 juillet		Première et deuxième périodes de constitution
Opérations principales de refinancement	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	0,00 (+0,00)
Facilité de prêt marginal	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	0,25 (+0,00)
Facilité de dépôt	-0,40	(+0,00)	-0,40	(+0,00)	-0,40	(+0,00)	-0,40 (+0,00)
Eonia	-0,363	(+0,00)	-0,360	(+0,01)	-0,367	(-0,01)	-0,367 (-0,00)

Source : BCE.

Notes : Tous les chiffres du tableau sont arrondis à la centaine de millions d'euros la plus proche. Les chiffres entre parenthèses indiquent la variation par rapport à la précédente période sous revue ou de constitution.

1) Les « réserves obligatoires » sont une rubrique pour mémoire qui ne figure pas au bilan de l'Eurosystème et ne doit donc pas être prise en compte dans le calcul du total des engagements.

2) La valeur globale des facteurs autonomes inclut également les « éléments en cours de règlement ».

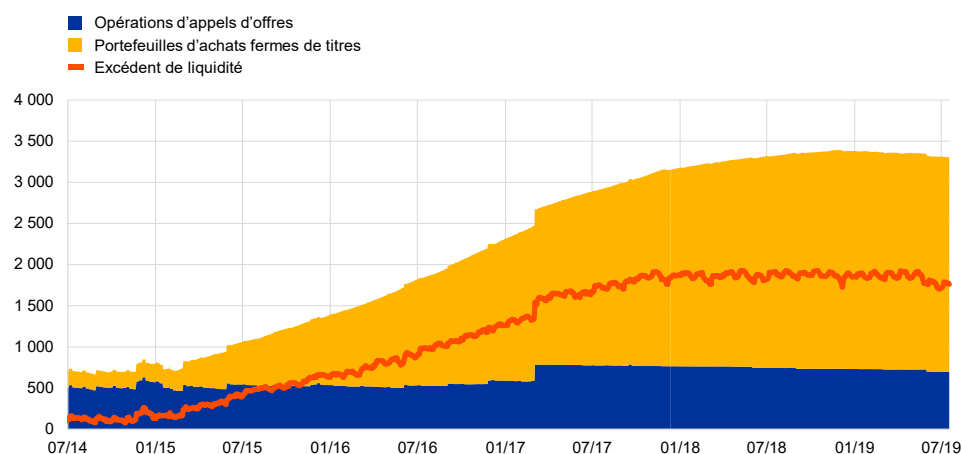
Fourniture de liquidité par le biais des instruments de politique monétaire

Le montant moyen de la liquidité fournie par le biais d'opérations d'*open market* (opérations d'appels d'offres et portefeuilles de titres liés à la mise en œuvre de la politique monétaire) a diminué de 27,9 milliards d'euros pour s'établir à 3 341,2 milliards (cf. graphique A). Cette diminution est imputable à une baisse de la demande dans les opérations d'appels d'offres ainsi qu'à une plus faible injection de liquidités provenant des portefeuilles de politique monétaire, en raison des remboursements de titres achetés dans le cadre du Programme pour les marchés de titres et d'une légère baisse de la valeur comptable des actifs acquis dans le cadre du programme d'achats d'actifs du secteur public (PSPP). Pour des raisons opérationnelles, l'ampleur globale et la composition de l'APP sont susceptibles d'enregistrer des écarts limités et temporaires lors de la phase de réinvestissement.

Graphique A

Évolution de la liquidité fournie par les opérations d'*open market* et de l'excédent de liquidité

(montants en milliards d'euros)



Source : BCE.

Le montant moyen de la liquidité fournie par le biais des opérations d'appels d'offres a légèrement diminué durant la période sous revue, de 12,6 milliards d'euros, pour s'établir à 715,1 milliards. Cette évolution est essentiellement imputable à une baisse de la liquidité fournie par les opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO) qui ont diminué en moyenne de 11,2 milliards d'euros en raison de remboursements volontaires anticipés. Cette moindre demande des contreparties a entraîné une baisse de la fourniture de liquidité par les opérations principales de refinancement et les opérations de refinancement à plus long terme d'une durée de trois mois, qui ont diminué, respectivement, de 0,8 milliard, ressortant à 5,1 milliards d'euros, en moyenne, et de 0,7 milliard pour s'établir à 3,3 milliards d'euros.

La liquidité fournie par le biais des portefeuilles de titres de l'Eurosystème liés à la mise en œuvre de la politique monétaire a diminué de 15,4 milliards d'euros pour s'établir à 2 625,9 milliards, en moyenne, en raison des remboursements d'obligations détenues dans le cadre du Programme pour les marchés de titres et d'une légère diminution dans le PSPP. Les remboursements d'obligations détenues dans le cadre du programme pour les marchés de titres et des deux programmes précédents d'achats d'obligations sécurisées se sont élevés au total à 5,4 milliards d'euros. S'agissant des portefeuilles de l'APP, depuis le 1^{er} janvier 2019, le programme est en phase de réinvestissement. Pour des raisons opérationnelles, l'ampleur globale et la composition de l'APP sont susceptibles d'enregistrer des écarts limités et temporaires lors de la phase de réinvestissement ¹⁴. Le PSPP a légèrement diminué durant la période sous revue, de 9,2 milliards d'euros, pour s'établir à 2 092,4 milliards, en moyenne.

¹⁴ Cf. l'article intitulé « [Bilan du programme d'achats d'actifs de l'Eurosystème après l'arrêt des achats nets d'actifs](#) », *Bulletin économique*, n° 2, BCE, 2019.

Excédent de liquidité

Suite aux évolutions examinées en détail précédemment, l'excédent de liquidité moyen a diminué par rapport à la précédente période sous revue, de 42,9 milliards d'euros, pour s'établir à 1 829,6 milliards (cf. graphique A).

Cette baisse reflète une augmentation du solde des facteurs autonomes et une diminution des liquidités fournies par les opérations d'appels d'offres et les portefeuilles de titres de l'Eurosystème liés à la mise en œuvre de la politique monétaire. S'agissant de la répartition de l'excédent de liquidité entre les comptes courants et la facilité de dépôt, les encours moyens sur les comptes courants ont légèrement augmenté, de 1,2 milliard d'euros, pour s'établir à 1 372,5 milliards, tandis que le recours moyen à la facilité de dépôt a diminué de 42,0 milliards pour s'établir à 587,4 milliards.

Évolutions des taux d'intérêt

Les taux sur le marché monétaire des prêts au jour le jour, en blanc et garantis pour les garanties générales (*general collateral*) sont demeurés proches du taux de la facilité de dépôt de la BCE. Sur le compartiment des opérations en blanc, l'Eonia (taux moyen pondéré au jour le jour de l'euro) s'est établi en moyenne à – 0,363 %, sans changement par rapport à la précédente période sous revue. Il a fluctué entre un point bas de – 0,379 %, observé le 19 juin, et un point haut de – 0,252 %, observé le 7 juin, avant le lundi de Pentecôte férié du 10 juin. La hausse du taux a coïncidé avec une forte baisse du volume (de près de 800 millions d'euros), qui est revenu à 611 millions entre jeudi 6 juin et vendredi 7 juin. À titre anecdotique, les banques du panel de l'Eonia présentent sur longue période une tendance à passer d'échéances au jour le jour à des échéances à deux ou trois jours en cas de week-ends prolongés. Par conséquent, le volume Eonia a tendance à enregistrer une baisse brutale à ces dates. Sur le marché des opérations monétaires garanties, l'écart entre les taux moyens des opérations de pension au jour le jour pour le panier de garanties standard et le panier étendu sur le marché *general collateral* (GC) *Pooling*¹⁵ s'est légèrement creusé. Par rapport à la précédente période sous revue, le taux moyen des opérations de pension au jour le jour pour le panier de garanties standard a augmenté de 0,6 point de base, à – 0,419 %, tandis que celui du panier étendu est ressorti en hausse de 1,1 point de base, à – 0,397 %.

¹⁵ Le marché GC Pooling permet de négocier les accords de pension sur la plateforme Eurex contre des paniers standardisés de garanties.

Les raisons de la baisse de la production industrielle dans la zone euro : facteurs domestiques et facteurs extérieurs

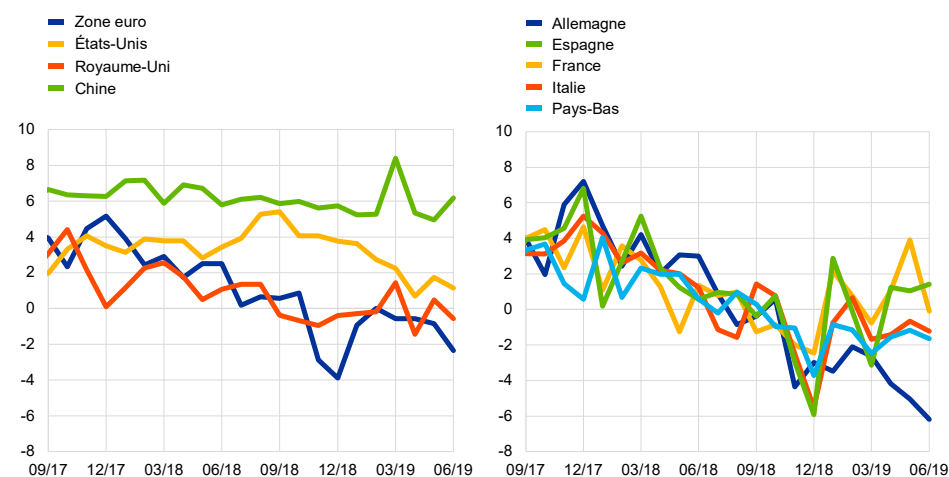
Roberto A. De Santis et Srečko Zimic

Après avoir enregistré une forte baisse en 2018 dans un contexte de morosité du commerce mondial, le rythme annuel de variation de la production industrielle (hors construction) dans la zone euro s'est légèrement redressé en 2019 en restant toutefois négatif. Au cours de la période allant de janvier 2018 à juin 2019, le taux de croissance annuel de la production industrielle (hors construction) dans la zone euro a diminué de 6,3 points de pourcentage au total, revenant de 3,9 % à - 2,4 % (cf. graphique A). Il s'agit de la baisse la plus importante enregistrée au sein des grandes économies au cours de cette période. Aux États-Unis, la baisse de la production industrielle s'est amorcée plus tard, en septembre 2018. Dans les grandes économies de la zone euro, les plus fortes baisses ont été enregistrées par l'Allemagne (10,9 points de pourcentage), les Pays-Bas (5,7 points de pourcentage) et l'Italie (5,5 points de pourcentage). En France et en Espagne, la production industrielle a chuté en 2018, en ligne avec les évolutions enregistrées dans l'ensemble des autres pays de la zone euro, mais a inversé sa tendance négative en 2019, les profils restant toutefois très volatils. Le ralentissement de l'activité dans le secteur manufacturier de la zone euro semble avoir eu un effet négatif sur les taux de croissance de certaines sous-composantes des services, bien que le secteur des services dans son ensemble ait continué de faire preuve d'une relative résistance. Le présent encadré examine les facteurs à l'origine des évolutions de la production industrielle dans la zone euro, dans le but de quantifier l'importance relative des chocs extérieurs par opposition aux chocs domestiques, à travers le prisme d'un modèle vectoriel autorégressif structurel (modèle VAR structurel) à plusieurs pays.

Graphique A

Production industrielle (hors construction) dans la zone euro et dans d'autres grandes économies

(variations annuelles en pourcentage)



Source : Eurostat.

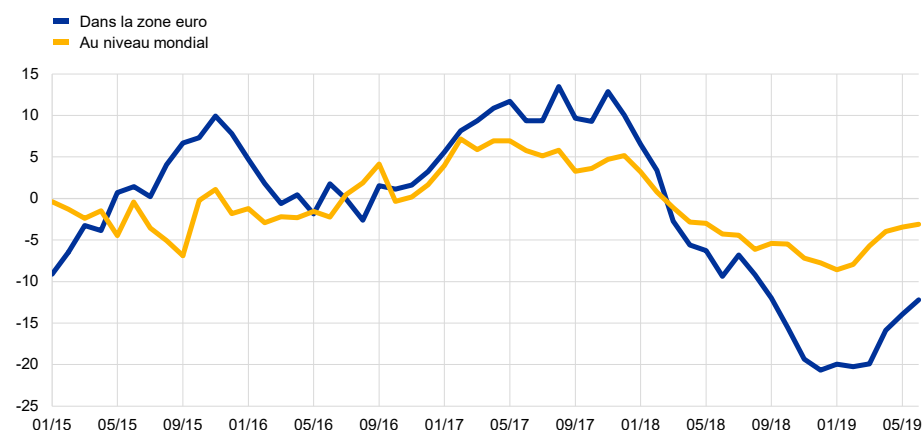
Note : La dernière observation se rapporte à juin 2019.

Toutes ces évolutions se sont produites sur fond de contraction du commerce mondial. En raison de l'intensification des tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine et de l'incertitude entourant le Brexit, les nouvelles commandes à l'exportation au niveau mondial ont chuté durant la période considérée et les nouvelles commandes à l'exportation adressées à la zone euro ont diminué encore plus fortement (cf. graphique B).

Graphique B

Indices des directeurs d'achat relatifs aux nouvelles commandes à l'exportation au niveau mondial et dans la zone euro

(variations annuelles en pourcentage)



Source : Markit.

Note : La dernière observation se rapporte à juin 2019.

Un modèle couvrant la production industrielle dans un certain nombre de grandes économies est utilisé pour évaluer l'importance des répercussions

extérieures sur la production industrielle dans la zone euro. Le modèle recourt à des séries mensuelles de la production industrielle corrigées des variations saisonnières (hors construction) pour la zone euro, la Chine, le Royaume-Uni et les États-Unis (cf. graphique A). Il est estimé pour une période d'échantillonnage relativement courte (janvier 2017 à juin 2019), en partie parce que les relations économiques entre les pays peuvent avoir été différentes avant la crise économique et financière mondiale, mais également pour intégrer les données relatives à la Chine. Le modèle tient également compte d'un facteur mondial, dont une approximation est fournie par l'indice des directeurs d'achat relatif aux nouvelles commandes à l'exportation au niveau mondial (cf. graphique B). Pour donner plus d'importance à ce facteur « commerce mondial », on suppose qu'il réagit seulement avec un décalage aux chocs sur la production industrielle des différents pays, tandis que la production industrielle de chaque pays réagit instantanément aux chocs mondiaux. Toutes les autres variables sont modélisées en faisant l'hypothèse qu'un choc exerce un effet instantané sur la variable du pays d'origine qui est plus important en valeur absolue que son effet sur les variables extérieures ¹⁶.

Les résultats du modèle laissent penser que le ralentissement de la croissance de la production industrielle dans la zone euro au cours de l'année écoulée est dû à la faiblesse de la demande étrangère en biens de la zone euro et à des chocs domestiques négatifs. Si la faiblesse du commerce international a été le principal contributeur au ralentissement de la croissance de la production industrielle dans la zone euro au premier semestre 2018 (cf. les barres grises du graphique C) ¹⁷, à partir de juillet 2018 des évolutions spécifiques à la zone euro ont également joué un rôle majeur (cf. les barres jaunes). Il est également intéressant de signaler que la production industrielle dans la zone euro a été affectée par les récentes évolutions aux États-Unis (cf. les barres rouges du graphique C). La contribution négative de la Chine est relativement stable depuis début 2016. Compte tenu des évolutions représentées pour l'Allemagne dans le graphique A, les chocs domestiques de la zone euro peuvent refléter des évolutions négatives dans l'industrie automobile allemande. L'introduction de nouveaux tests d'émissions pour les véhicules à moteur à partir du 1^{er} septembre 2018 – procédure d'essai harmonisée au niveau mondial pour les véhicules légers (WLTP) –, qui est à l'origine de perturbations de l'offre en Allemagne, et peut-être aussi l'interdiction potentielle du moteur diesel, annoncée durant l'été 2018 et qui devrait être mise en place en 2019 dans de grandes villes allemandes (ce qui a pu décourager les consommateurs d'acheter des véhicules diesel) sont des facteurs clés, temporaires et spécifiques à un pays, expliquant en grande partie la baisse de la production industrielle dans la zone euro au second semestre 2018. L'accentuation plus récente de la contribution négative des facteurs domestiques à la variation de la production industrielle dans la zone euro (en juin 2019) est due à un ralentissement de la croissance de la production industrielle en Allemagne (cf. graphique A), lié vraisemblablement à une croissance plus faible de la consommation dans ce pays au deuxième trimestre 2019.

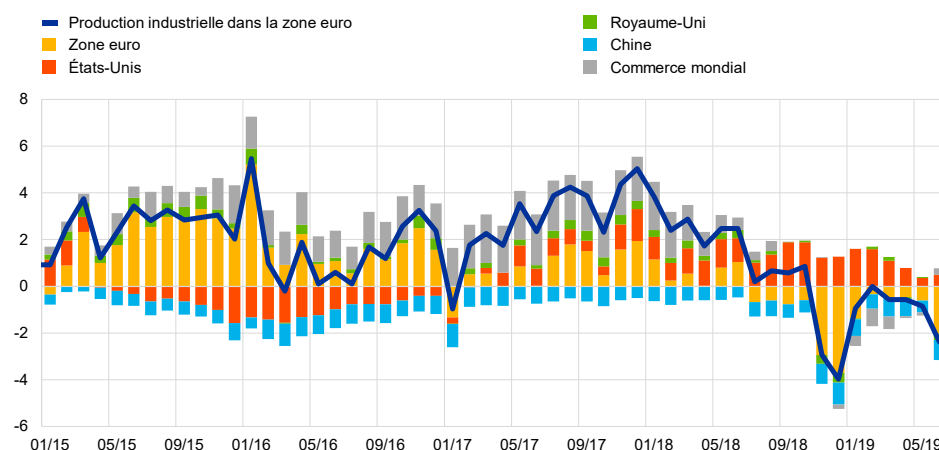
¹⁶ La méthode d'identification des chocs est expliquée dans De Santis (R. A.) et Zimic (S), « *Spillovers among sovereign debt markets: Identification through absolute magnitude restrictions* », Journal of Applied Econometrics, Vol. 33, n° 5, 2018, p. 727-747.

¹⁷ Au premier semestre 2018 le facteur « commerce mondial » a apporté une contribution négative de 1,5 point de pourcentage à la variation de la production industrielle dans la zone euro. Cela correspond à la différence entre les barres grises (du graphique C) de juin 2018 et janvier 2018.

Graphique C

Décomposition du choc sur la production industrielle (hors construction) dans la zone euro

(variations annuelles en pourcentage)



Source : Eurostat, Markit et calculs de la BCE.

Notes : Les chocs sur la production industrielle des différents pays sont identifiés grâce à la méthode des restrictions sur l'ampleur en valeur absolue (*absolute magnitude restriction method* ; cf. De Santis (R.A.) et Zimic (S.), *op. cit.*), qui repose sur l'hypothèse selon laquelle l'effet du choc sur l'économie domestique au moment où le choc se fait sentir est supérieur en valeur absolue à l'ampleur des retombées extérieures. L'indice des directeurs d'achat relatif aux nouvelles commandes à l'exportation au niveau mondial, qui représente une approximation du commerce mondial, est supposé réagir avec retard aux chocs sur la production industrielle des différents pays. La période complète d'échantillonnage couvre janvier 2007 à juin 2019.

Au total, le ralentissement de la croissance de la production industrielle dans la zone euro au cours de la dernière année semble être dû à l'intensification des tensions commerciales au niveau mondial et à des évolutions domestiques.

Entre juillet 2018 et juin 2019, le facteur « commerce mondial » et l'ensemble des facteurs associés aux évolutions en Chine, au Royaume-Uni et aux États-Unis ont contribué pour 37 % au ralentissement de la croissance de la production industrielle dans la zone euro, et les facteurs domestiques pour 63 %, bien que ce phénomène reflète probablement en partie des facteurs temporaires liés à l'industrie automobile au second semestre 2018. La faiblesse marquée de l'activité dans le secteur manufacturier pourrait se propager à certaines sous-composantes des services, mais dans l'ensemble le secteur des services fait pour le moment preuve de résistance face à ce choc négatif. Les implications éventuelles pour les services doivent faire l'objet d'un suivi attentif.

La phase actuelle d'expansion de l'emploi dans la zone euro au regard des évolutions historiques

Vasco Botelho et António Dias da Silva

Cet encadré examine la phase actuelle d'expansion de l'emploi dans la zone euro et la compare aux périodes antérieures de croissance de l'emploi. Depuis le point bas enregistré au deuxième trimestre 2013, l'emploi dans la zone euro a augmenté de façon presque continue sur six ans. Depuis le début de sa phase actuelle d'expansion, l'emploi s'est accru de plus de 11 millions de personnes et le taux de chômage a baissé de plus de 4 points de pourcentage, revenant à un niveau proche de celui d'avant la crise. Dans le même temps, la croissance de la productivité du travail et celle des salaires réels ont été relativement faibles. Dans ce contexte, le présent encadré a pour objectif d'identifier les similarités et les différences entre la phase actuelle et les phases antérieures d'expansion de l'emploi. En particulier, il est nécessaire de se placer dans une perspective à long terme pour analyser la relation entre la croissance de l'emploi et celle du PIB, le comportement du chômage, et la relation entre la croissance de la productivité et celle des salaires réels. L'analyse s'appuie sur les données annuelles de la base de données AMECO de la Commission européenne pour les 12 premiers pays ayant rejoint la zone euro ¹⁸, pour la période allant de 1960 à 2018. Ces données ont été partagées en dix périodes distinctes de variations consécutives, positives ou négatives, de l'emploi ¹⁹. Ces périodes, qui identifient les phases d'expansion et de contraction de l'emploi, constituent une référence utile pour évaluer la solidité et la maturité de l'expansion actuelle.

Dans une perspective historique, la phase actuelle d'expansion de l'emploi n'est pour l'instant pas particulièrement longue, la croissance moyenne de l'emploi étant légèrement inférieure à celle observée durant les épisodes d'expansion précédents. Le graphique A présente la croissance annuelle moyenne de l'emploi et celle du PIB pour les 12 pays considérés durant les périodes identifiées d'expansion ou de contraction de l'emploi. La phase médiane d'expansion de l'emploi a duré six ans environ, l'épisode 1995-2008 constituant la plus longue phase de croissance ininterrompue de l'emploi pour la période examinée dans cet encadré. La contraction médiane de l'emploi a duré environ deux ans. Dans ce contexte, la phase actuelle d'expansion de l'emploi n'est pas particulièrement longue. Si l'on examine le taux de croissance, durant les trois dernières phases d'expansion, l'emploi a augmenté de 1,4 % par an en moyenne. Au cours de la phase actuelle, en revanche,

¹⁸ Les 12 pays pris en considération dans l'analyse sont : la Belgique, l'Allemagne, l'Irlande, la Grèce, l'Espagne, la France, l'Italie, le Luxembourg, les Pays-Bas, l'Autriche, le Portugal et la Finlande. Ils sont appelés les ZE12.

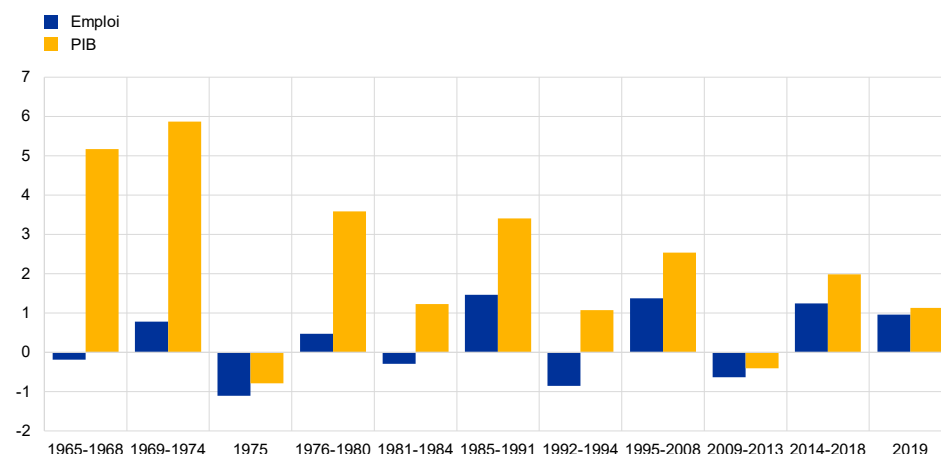
¹⁹ À partir de cette définition, les données historiques de 1960 à 2018 ont été partagées en dix périodes distinctes. Une exception a été faite pour l'année 2011, qui a été incluse dans une période de contraction malgré une légère accélération de la croissance de l'emploi. Les données relatives à 2019 sont présentées séparément et fondées sur les prévisions du printemps 2019 de la Commission européenne, afin de garantir la cohérence avec l'analyse des données historiques de la base de données AMECO.

l'emploi a augmenté au taux d'environ 1,2 % par an entre 2014 et 2018, avec une prévision de taux moins élevée pour 2019 ²⁰.

Graphique A

Croissance annuelle moyenne de l'emploi et croissance du PIB en volume

(en pourcentage, par an)



Sources : Base de données AMECO de la Commission européenne et calculs des services de la BCE.

Note : L'année 2019 est fondée sur les prévisions de printemps de la Commission européenne pour les ZE12 disponibles dans la base de données AMECO.

Dans le même temps, la phase d'expansion actuelle est plus propice à l'emploi que les précédentes, si l'on évalue la croissance de l'emploi par rapport à celle du PIB en volume ²¹. En effet, la croissance moyenne du PIB en volume pour la phase actuelle d'expansion de l'emploi est la plus basse de toutes celles observées sur la période d'échantillonnage, mais la croissance de l'emploi s'est ralentie dans une moindre mesure. Dans une perspective de plus long terme, les trois dernières phases d'expansion de l'emploi (2014-2018, 1995-2008 et 1985-1991) ont été caractérisées par un taux de croissance de l'emploi nettement plus élevé que lors des phases d'expansion antérieures. Cela implique que l'élasticité de la croissance de l'emploi (par rapport à la croissance du PIB) s'est renforcée durant les trois dernières phases d'expansion de l'emploi et s'est accrue de façon régulière entre l'épisode d'expansion allant de 1985 à 1991 et l'épisode en cours (cf. graphique B).

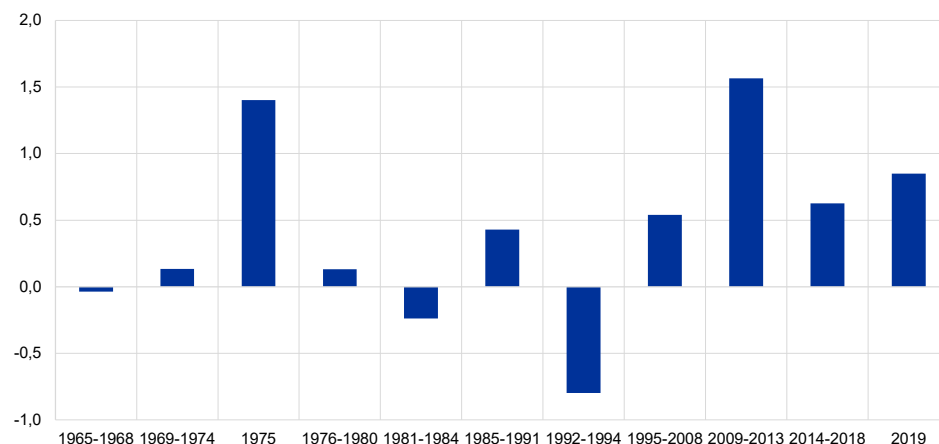
²⁰ L'objectif de l'analyse étant de comparer la croissance de l'emploi avec celle du PIB, elle ne prend pas explicitement en compte la variation de la population dans le temps. Si l'on considère plutôt le ratio emploi/population, les évolutions de l'emploi sont plus prononcées pour la phase d'expansion actuelle que pour les phases antérieures. En particulier, le ratio emploi/population (pour la tranche d'âge des 15-64 ans) a atteint ses niveaux d'avant la crise en 2015 et son niveau actuel est le plus élevé de la période analysée dans cet encadré.

²¹ Cf. également l'encadré intitulé « Croissance de l'emploi et PIB dans la zone euro », *Bulletin économique*, n° 2, BCE, 2019.

Graphique B

Élasticité de l'emploi par rapport au PIB en volume

(en pourcentage)



Sources : Base de données AMECO de la Commission européenne et calculs des services de la BCE.

Notes : L'année 2019 est fondée sur les prévisions de printemps de la Commission européenne pour les ZE12 disponibles dans la base de données AMECO. L'élasticité est calculée comme le ratio croissance cumulée de l'emploi/croissance cumulée du PIB pour chaque période.

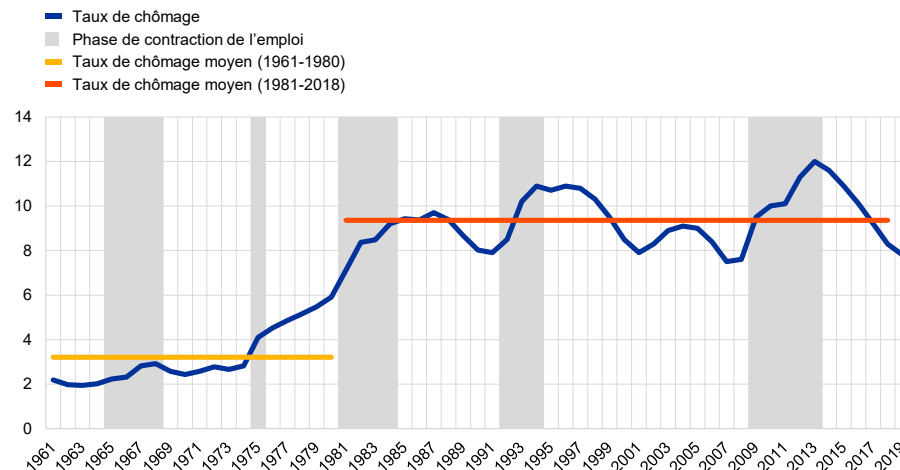
De plus, la baisse du taux de chômage observée durant la phase d'expansion actuelle a été particulièrement importante d'un point de vue historique. Sur la période 2014-2018, le taux de chômage a reculé de 0,7 point de pourcentage par an en moyenne, ce qui représente la baisse la plus rapide de toutes les périodes de cinq ans comprises dans la période d'échantillonnage (cf. graphique C). Ce recul rapide se produit dans le contexte de niveaux historiquement élevés du taux de chômage. Dans une perspective de long terme, une possible modification structurelle du taux de chômage dans le groupe de 12 pays peut être identifiée autour du milieu des années 1970, à un moment où le taux de chômage s'est inscrit à un niveau nettement plus élevé ²². De fait, au cours des trois dernières décennies, le taux de chômage annuel est rarement revenu au-dessous de 8 %. Si le taux de chômage continue de reculer au rythme actuel, il s'inscrira au-dessous de ses niveaux d'avant la crise d'ici 2020. Toutefois, il n'est pas encore sûr que le taux de chômage dans la zone euro puisse revenir à des niveaux plus proches de ceux observés avant les années 1980.

²² Différents auteurs ont essayé d'expliquer la hausse du chômage européen. Cf., par exemple, Blanchard (O.), « *European unemployment: the evolution of facts and ideas* », *Economic Policy*, vol. 21, n° 45, 2006, p. 5-59, qui souligne l'existence de plusieurs causes possibles de la hausse du chômage européen dans les années 1970. Les principales explications de la hausse initiale du chômage en Europe sont liées à l'incidence de chocs défavorables largement communs, tels que le renchérissement du pétrole et le ralentissement de la croissance de la productivité. De plus, différents cadres institutionnels ont conduit à des résultats hétérogènes selon les pays ; et certaines réponses de la politique relative au marché du travail ont été inadaptées pour gérer la hausse du chômage.

Graphique C

Taux de chômage

(en pourcentage)



Sources : Base de données AMECO de la Commission européenne et calculs des services de la BCE.

Note : L'année 2019 est fondée sur les prévisions de printemps de la Commission européenne pour les ZE12 disponibles dans la base de données AMECO.

La baisse du chômage et la hausse de l'emploi enregistrées durant la phase actuelle d'expansion sont intervenues parallèlement à une modération des coûts de main-d'œuvre, qui s'est révélée plus faible que celle observée au cours de la précédente phase d'expansion. Les salaires réels ont augmenté en moyenne de 0,3 % par an sur la période 2014-2018, soit un taux moins élevé que celui de 0,5 % observé durant la précédente phase d'expansion. La croissance moyenne de la productivité observée pour la phase d'expansion actuelle ne s'est toutefois établie qu'à 0,7 %, tandis qu'au cours de la phase d'expansion précédente, elle était ressortie à 1,1 %²³. Ainsi, les coûts unitaires de main-d'œuvre réels ont continué de baisser, bien qu'à un rythme moins élevé²⁴ (cf. graphique D). Dans une perspective de plus long terme, la baisse de la croissance moyenne du PIB, de même que la plus forte élasticité de la croissance de l'emploi par rapport à celle du PIB, intervient dans un contexte de ralentissement du taux de croissance de la productivité du travail par personne employée. Le ralentissement de la productivité dans les 12 pays de l'échantillon s'est prolongé tout au long des quatre dernières décennies et s'est accompagné d'une décélération de la croissance des salaires réels. La décélération de la croissance des salaires réels a été particulièrement marquée, en lien avec le ralentissement de la croissance de la productivité dans les années 1980, entraînant un net recul de la part du facteur travail au cours de cette période, dans la mesure où les revenus réels sont devenus moins réactifs aux évolutions de la productivité du travail.

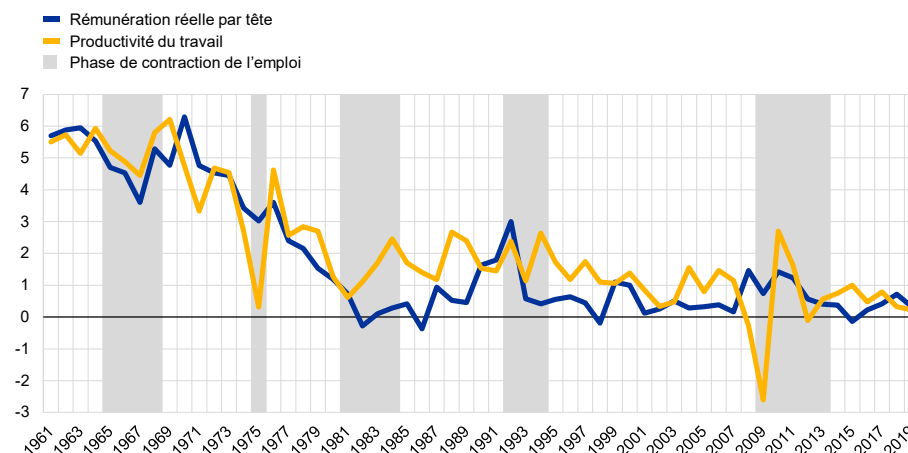
²³ Les salaires réels sont définis comme la rémunération réelle par tête pour l'ensemble de l'économie, tandis que la productivité du travail est définie comme le PIB en volume par personne employée. Le passage du nominal au réel est réalisé à l'aide du déflateur du PIB aux prix du marché.

²⁴ Le taux de croissance des coûts unitaires de main-d'œuvre réels peut être calculé comme la différence entre le taux de croissance des salaires réels et celui de la productivité du travail. En tant que tels, les coûts unitaires de main-d'œuvre réels ont baissé en moyenne de 0,6 % par an durant la phase d'expansion de l'emploi de 1995-2008 et affichent un recul de 0,4 % dans la phase d'expansion actuelle.

Graphique D

Productivité du travail et rémunération réelle par salarié

(taux de croissance, pourcentage)



Sources : Base de données AMECO de la Commission européenne et calculs des services de la BCE.

Note : L'année 2019 est fondée sur les prévisions de printemps de la Commission européenne pour les ZE12 disponibles dans la base de données AMECO.

Globalement, cette analyse à long terme facilite la mise en perspective du récent épisode de reprise, dans le contexte des phases d'expansion et de contraction passées. La réaction de l'emploi à la croissance du PIB s'est intensifiée

depuis le milieu des années 1980, la phase d'expansion actuelle étant plus propice à l'emploi que les phases précédentes. Toutefois, sur longue période, l'élasticité de l'emploi par rapport au PIB a été plus élevée (en termes absolus) durant les phases de contraction de l'emploi que durant les phases d'expansion, révélant une certaine asymétrie dans la façon dont l'emploi s'ajuste en période de reprise et de ralentissement. La relation entre la croissance de l'emploi et celle du PIB pourrait avoir été affectée par de nombreux facteurs, notamment les réformes structurelles visant à accroître la flexibilité sur les marchés du travail et des biens et services ou les évolutions à long terme de la composition sectorielle de l'emploi et la hausse de l'emploi dans le secteur des services. Au total, les évolutions observées en matière de relation entre l'emploi et le PIB, d'une part, et entre la rémunération réelle par salarié et la productivité, d'autre part, peuvent également refléter d'autres facteurs, tels qu'une modification favorable des perspectives d'offre de travail, ainsi qu'une productivité globale des facteurs défavorable et/ou des évolutions de la productivité du capital favorisant un renforcement de la demande de travail par rapport à la demande de capital.

Le risque lié au revenu des ménages au cours du cycle d'activité

Maarten Dossche et Jacob Hartwig

Les inégalités de richesse et de revenus des ménages jouent aujourd'hui un rôle plus important pour expliquer la macroéconomie. Depuis la crise financière, on a de plus en plus conscience que l'hétérogénéité des ménages et des entreprises est essentielle pour comprendre les fluctuations du cycle d'activité (par exemple via les contraintes de bilan ou de crédit)²⁵. Dans le même temps, l'intérêt public pour les aspects redistributifs des politiques économiques a continué de croître. De plus, une plus grande disponibilité de microdonnées permet de documenter des faits stylisés microéconomiques pertinents. Dans cette optique, le présent encadré apporte un éclairage sur la relation entre fluctuations du cycle d'activité et évolutions du revenu à l'échelle individuelle des travailleurs dans la zone euro.

Les données suggèrent que le risque lié au revenu des ménages varie au cours du cycle d'activité et affecte les travailleurs de façon inégale. Le risque lié au revenu individuel peut être considéré comme le type de risque le plus direct lié au revenu des ménages, avant toute assurance provenant des transferts sociaux ou de la mutualisation des ressources au sein du ménage. À partir de ces éléments, Guvenen *et al.* retracent la variation du risque lié au revenu individuel à l'aide d'un large éventail de microdonnées administratives pour les États-Unis²⁶. Ils constatent que l'asymétrie des variations de revenu est fortement procyclique : les mouvements importants à la hausse du revenu sont moins probables durant les récessions, alors que d'importantes baisses le sont davantage. En outre, ils constatent que les chocs agrégés n'affectent pas de la même manière les travailleurs dont les caractéristiques sont différentes : le revenu de certains travailleurs (par exemple les jeunes, dont le revenu est plus faible) est systématiquement plus sensible au cycle d'activité que celui des autres catégories de travailleurs. Ce qui est très différent du résultat obtenu lorsque la modélisation du risque lié au revenu des ménages est fondée sur des chocs de revenu purement aléatoires.

Le risque lié au revenu des ménages est important pour la propagation des chocs macroéconomiques et la transmission des politiques économiques.

D'après plusieurs auteurs, la dynamique du risque lié au revenu des ménages alimente un motif d'épargne de précaution conjoncturel qui accroît fortement la sensibilité de la consommation aux fluctuations du revenu agrégé²⁷. Les données montrent également que la propension marginale à consommer le revenu disponible est plus forte pour les ménages dont le risque lié au revenu est plus élevé, ce qui

²⁵ Cf. Ahn (S.), Kaplan (G.), Moll (B.), Winberry (T.) et Wolf (C.), « *When Inequality Matters for Macro and Macro Matters for Inequality* », *NBER Macroeconomics Annual* 2017, vol. 32, 2018.

²⁶ Cf. Guvenen (F.), Ozkan (S.) et Song (J.), « *The Nature of Countercyclical Income Risk* », *Journal of Political Economy*, vol. 122, n° 3, juin 2014, p. 621-660.

²⁷ Cf. McKay (A.), « *Time-varying idiosyncratic risk and aggregate consumption dynamics* », *Journal of Monetary Economics*, vol. 88, juin 2017, p. 1-14 ; Bayer (C.), Luetticke (R.), Pham-Dao (L.) et Tjaden (V.), « *Precautionary Savings, Illiquid Assets, and the Aggregate Consequences of Shocks to Household Income Risk* », *Econometrica*, vol. 87, n° 1, janvier 2019, p. 255-290 ; Heathcote (J.) et Perri (F.), « *Wealth and Volatility* », *The Review of Economic Studies*, vol. 85, n° 4, octobre 2018, p. 2173-2213.

accroît davantage encore la sensibilité de la consommation agrégée au cycle d'activité ²⁸. Dans la mesure où les revenus des ménages dont la propension marginale à consommer est forte bénéficient davantage des politiques de stabilisation macroéconomique, la distribution du risque lié au revenu des ménages amplifie également les effets des politiques monétaire et budgétaire ²⁹.

La variation du risque lié au revenu dans la zone euro peut être étudiée à l'aide des données d'enquêtes sur le revenu. En raison de la disponibilité jusqu'à récemment limitée des données, il n'y a pas encore eu d'analyse systématique des tendances du risque lié au revenu individuel dans la zone euro, que ce soit dans le temps ou selon les individus. Afin d'y remédier, le présent encadré utilise les données longitudinales sur le revenu au niveau individuel, observées sur une période de quatre ans, telles que recueillies dans les statistiques de l'Union européenne sur le revenu et les conditions de vie (EU-SILC). L'analyse se concentre sur les quatre principaux pays de la zone euro. Cela permet une meilleure compréhension des faits stylisés microéconomiques dans l'ensemble de la zone, tout en exploitant les différences nationales en termes de structures économiques et d'évolutions macroéconomiques récentes ³⁰.

²⁸ Cf. Jappelli (T.) et Pistaferri (L.), « *Fiscal Policy and MPC Heterogeneity* », *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 6, n° 4, octobre 2014, p. 107-136 ; Auclert (A.), « *Monetary Policy and the Redistribution Channel* », *American Economic Review*, vol. 109, n° 6, juin 2019, p. 2333-2367.

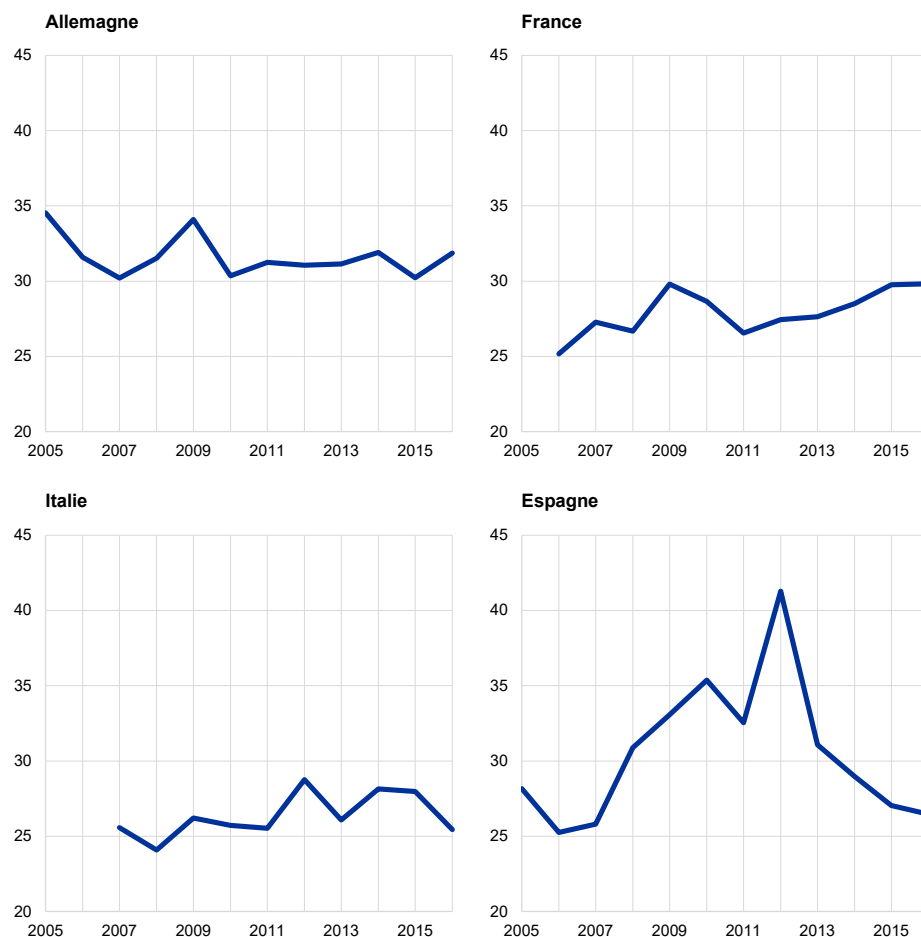
²⁹ Cf. Ampudia (M.), Georgarakos (D.), Slacalek (J.), Tristani (O.), Vermeulen (P.) et Violante (G.), « *Monetary policy and household inequality* », *Working Paper Series*, n° 2170, BCE, juillet 2018 ; Kaplan (G.) et Violante (G.), « *A Model of the Consumption Response to Fiscal Stimulus Payments* », *Econometrica*, vol. 82, n° 4, juillet 2014, p. 1199-1239.

³⁰ La dimension longitudinale des données EU-SILC n'est pas disponible pour l'Allemagne. Les données EU-SILC allemandes étant établies à partir des données provenant du Panel socio-économique allemand (*German Socio-Economic Panel – GSOEP*), l'analyse utilise le clone des données EU-SILC nouvellement développé à l'aide des données du GSOEP depuis la version 34.

Graphique A

Risque de baisse du revenu du travail

(part en pourcentage de personnes dont le revenu du travail a diminué)



Sources : Eurostat, DIW Berlin et calculs de la BCE.

Note : Part d'individus âgés de 25 à 65 ans dont le revenu du travail a diminué (sur la base de la variable PY010G relative au salaire brut en espèces ou revenu assimilé dans les fichiers des données longitudinales EU-SILC ; pour l'Allemagne, on utilise le clone des données longitudinales EU-SILC établi à partir des données du GSOEP).

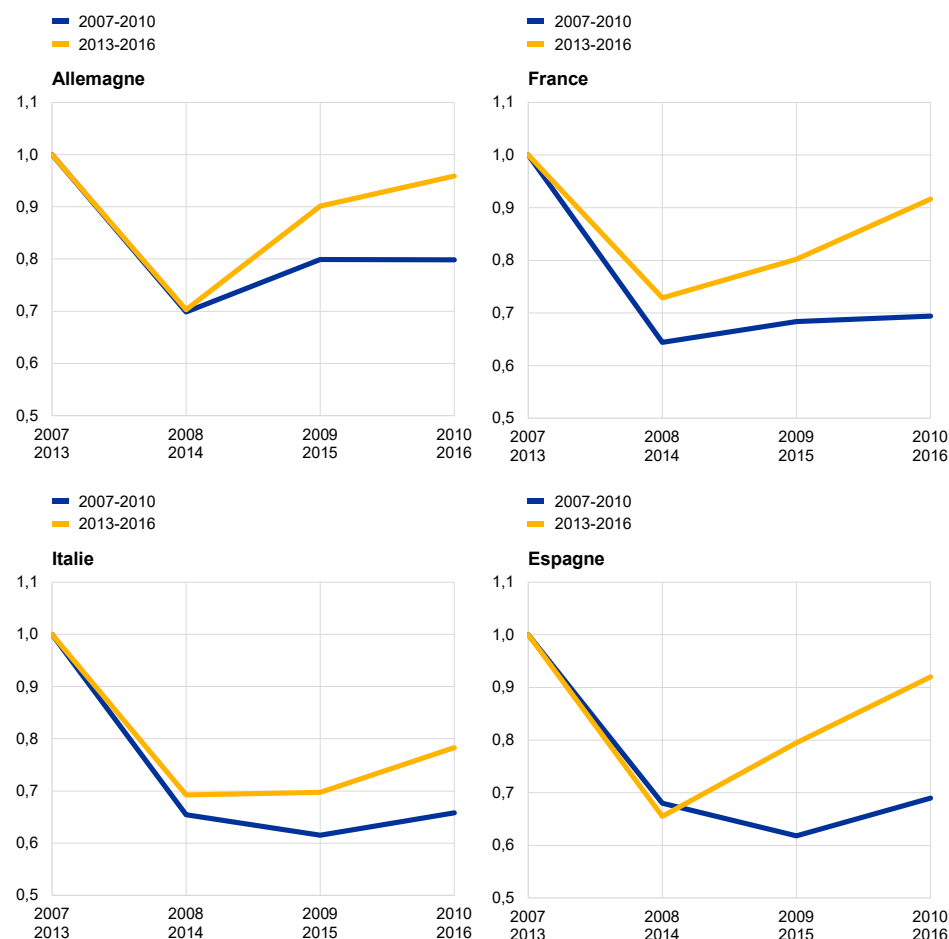
Le risque de baisse du revenu est procyclique dans la zone euro, mais varie de manière significative d'un pays à l'autre. Le graphique A montre la variation de la proportion de travailleurs dont le revenu du travail a baissé par rapport à l'année précédente (réalisation du risque lié au revenu)³¹. Comme le nombre de travailleurs devenant chômeurs augmente en période de récession, la proportion de travailleurs dont le revenu baisse s'accroît en période de récession et inversement. Cela apparaît clairement en 2008 et 2009 durant la crise financière, et même davantage encore en Espagne, en 2011 et 2012, durant la crise de la dette souveraine. En Espagne, la plus forte variabilité du chômage se reflète également dans la plus grande variabilité de la part des travailleurs dont le revenu du travail a diminué. C'est beaucoup moins courant en Allemagne, en France et en Italie, où le marché du travail est réputé moins fluide.

³¹ La part en pourcentage de personnes dont le revenu du travail a baissé prend en compte plusieurs aspects différents : les périodes de chômage, les réductions de salaire et les ajustements de l'offre de travail sur la marge intensive comme sur la marge extensive. Cet indicateur ne peut donc pas être interprété comme une mesure de la rigidité des salaires.

Graphique B

Évolution du revenu du travail à la suite d'une forte réduction du revenu

(revenu normalisé à 1 la première année)



Sources : Eurostat, DIW Berlin et calculs de la BCE.

Note : Tendances du revenu du travail normalisé des hommes âgés de 26 à 50 ans dont le revenu a fortement diminué (baisse du revenu de plus de 15 %) en 2007 ou 2013 (revenu établi à partir de la variable PY010G relative au salaire brut en espèces ou revenu assimilé dans les fichiers des données longitudinales EU-SILC ; pour l'Allemagne, on utilise le clone des données longitudinales EU-SILC établi à partir des données du GSOEP).

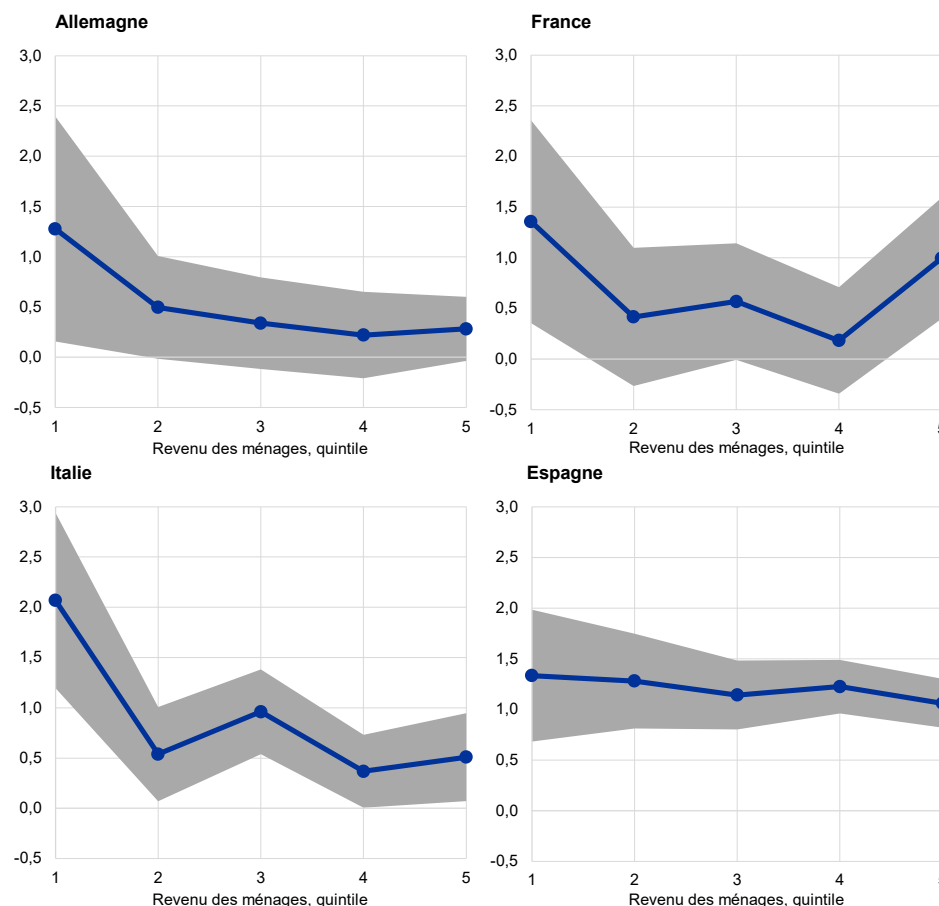
Le risque de baisse du revenu est persistant, ce qui implique un fort impact sur le revenu perçu tout au long de la vie. Le graphique B montre comment, à la suite d'une forte baisse, le revenu individuel du travail tend également à être nettement plus faible au cours des deux années suivantes. Cela suggère que le risque de baisse effective du revenu est persistant ; les pertes d'emploi peuvent affecter de manière significative le revenu individuel du travail tout au long de la vie et, donc, les dépenses de consommation également ³². De plus, la persistance semble aussi dépendre de l'état du cycle d'activité : les baisses de revenu depuis 2013, date du début de la phase actuelle d'expansion économique, semblent être moins persistantes que celles observées au début de la crise financière. Malgré des différences significatives d'un pays à l'autre en termes de variation de la proportion de travailleurs dont le revenu du travail a diminué, le degré de persistance semble assez comparable.

³² Cf. Pissarides (C.), « Loss of Skill During Unemployment and the Persistence of Employment Shocks », *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 107, n° 4, novembre 1992, p. 1371-1391.

Graphique C

Coefficients bêta relatifs aux travailleurs sur l'ensemble de la distribution des revenus

(élasticité du revenu par rapport à la croissance du PIB)



Sources : Eurostat, DIW Berlin et calculs de la BCE.

Notes : L'élasticité estimée du revenu du travail par rapport à la croissance du PIB agrégé sur l'ensemble de la distribution des revenus des ménages (répartis en quintiles en fonction de leur revenu des deux années précédentes afin d'éviter toute corrélation trompeuse entre exposition et tri ; le revenu des ménages est établi à partir de la variable HY020 relative au revenu total disponible du ménage dans les fichiers de données longitudinales EU-SILC ; pour l'Allemagne, on utilise le clone des données longitudinales EU-SILC établi à partir des données du GSOEP). Les zones grisées représentent des intervalles de confiance à 95 %.

Le risque lié au revenu dans la zone euro diffère d'un ménage à l'autre.

Le graphique C retrace les « coefficients bêta relatifs aux travailleurs », tels que définis dans Guvenen *et al.* pour les États-Unis³³. Les coefficients bêta relatifs aux travailleurs mesurent l'élasticité du revenu du travail par rapport à l'évolution de la croissance du PIB agrégé. Sur la distribution des revenus, la sensibilité du revenu du travail aux évolutions de la croissance du PIB est nettement plus élevée dans le cas des ménages faiblement rémunérés. Ce profil est particulièrement visible en Allemagne, en France et en Italie. En Espagne, la sensibilité du revenu du travail des ménages faiblement rémunérés à la croissance du PIB est comparable à celle des travailleurs d'autres pays mais elle ne s'atténue pas autant dans le cas des ménages mieux rémunérés. Cela peut refléter la variabilité généralement plus forte du chômage en Espagne, qui affecte les travailleurs de façon plus égale sur l'ensemble de la

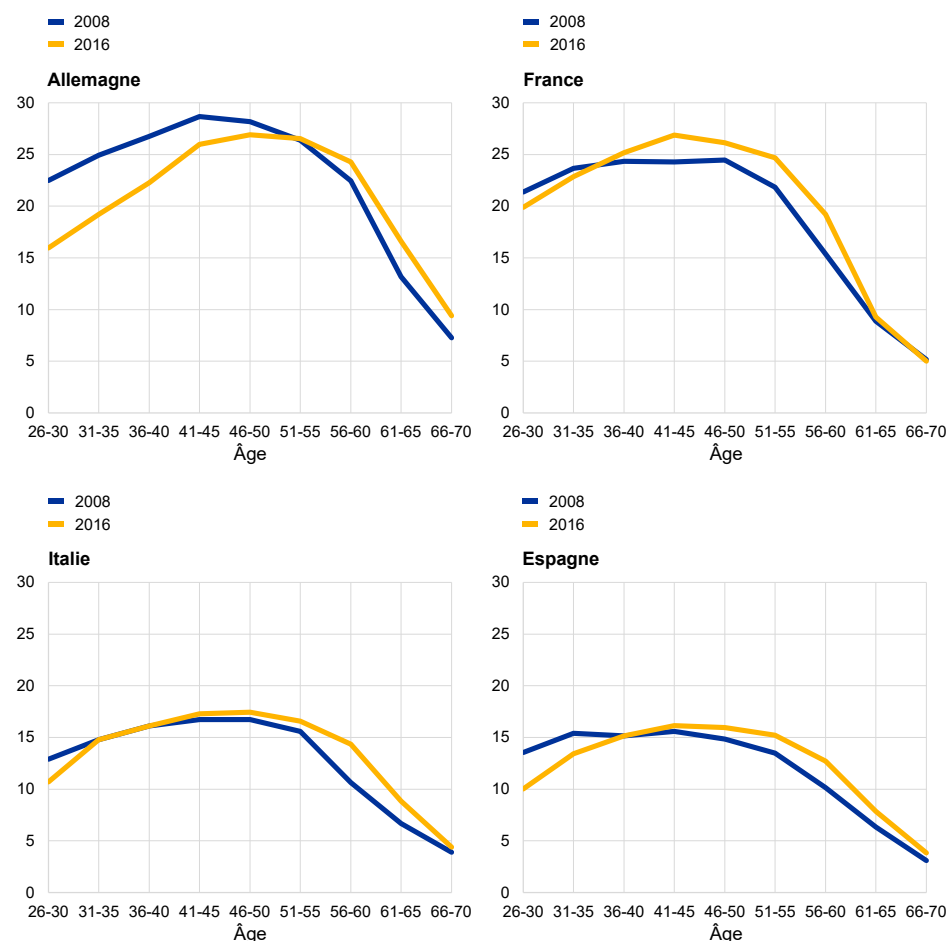
³³ Cf. Guvenen (F.), Schulhofer-Wohl (S.), Song (J.) et Yogo (M.), « *Worker Betas: Five Facts about Systematic Earnings Risk* », *American Economic Review*, vol. 107, n° 5, mai 2017, p. 398-403.

distribution des revenus ³⁴. Le présent encadré n'a cependant pas vocation à fournir une explication d'ordre structurel à cette constatation.

Graphique D

Revenu du travail sur l'ensemble de la répartition par âge

(en milliers d'euros par an)



Sources : Eurostat, DIW Berlin et calculs de la BCE.

Note : Revenu du travail estimé des personnes âgées de 26 à 70 ans (en tranches d'âge de cinq années) en 2015, en valeur constante (à partir de la variable PY010G relative au salaire brut en espèces ou revenu assimilé dans les fichiers des données longitudinales EU-SILC ; pour l'Allemagne, on utilise le clone des données longitudinales EU-SILC établi à partir des données du GSOEP).

La distribution du risque lié au revenu montre également qui supporte au premier chef le coût des fluctuations du cycle d'activité.

Il existe un débat de longue date en macroéconomie concernant le coût social lié aux cycles d'activité. À l'aide d'un modèle d'agent représentatif, Lucas affirme que le coût social des récessions est relativement faible ³⁵. Cela montre la relative faiblesse de l'argument en faveur de politiques macroéconomiques visant à stabiliser le cycle d'activité. Les études menées par Lucas montrent qu'il est essentiel de comprendre la distribution des pertes de revenu et de consommation, ainsi que leur persistance, pour

³⁴ Des éléments suggèrent que la divergence des taux de chômage dans les pays de la zone euro est liée à l'existence d'institutions du marché du travail différentes. Cf. Boeri (T.) et Jimeno (J.), « *Learning from the Great Divergence in unemployment in Europe during the crisis* », *Labour Economics*, vol. 41, n° C, 2016, p. 32-46.

³⁵ Lucas (R.), *Models of business cycles*, Basil Blackwell, Oxford, 1987.

évaluer le degré de nocivité des récessions économiques ³⁶. Dans ce contexte, le graphique D retrace la distribution du revenu réel du travail sur l'ensemble des tranches d'âge en 2008 et 2016. Il suggère que, depuis la crise financière, les revenus des travailleurs plus jeunes n'ont pas augmenté dans la même mesure que ceux des travailleurs plus âgés. En Allemagne et en Espagne, le revenu des travailleurs plus jeunes a même été plus faible en 2016 qu'en 2008 en termes réels. Par conséquent, si l'on tient compte de l'hétérogénéité des individus, les coûts sociaux liés au cycle d'activité sont probablement assez élevés dans la zone euro.

Le risque lié au revenu des ménages se comporte de la même manière dans la zone euro que dans d'autres économies, information utile pour évaluer les perspectives économiques actuelles. Dans l'ensemble, l'analyse suggère que, comme aux États-Unis, (a) le risque lié au revenu individuel est fortement connecté à la performance du marché du travail et (b) en période de récession, il augmente beaucoup plus pour certains groupes de travailleurs que pour d'autres. Cela est important pour comprendre comment la politique économique se transmet et comment les chocs macroéconomiques sont amplifiés. Dans le sillage du choc externe qui a récemment touché l'économie de la zone euro, la bonne résistance actuelle du marché du travail (cf. section 3) peut permettre d'expliquer pourquoi le risque lié au revenu des ménages n'a pas jusqu'à présent amplifié l'impact macroéconomique de ce choc.

³⁶ Cf. Krebs (T.), « *Job Displacement Risk and the Cost of Business Cycles* », *American Economic Review*, vol. 97, n° 3, juin 2007, p. 664-686.

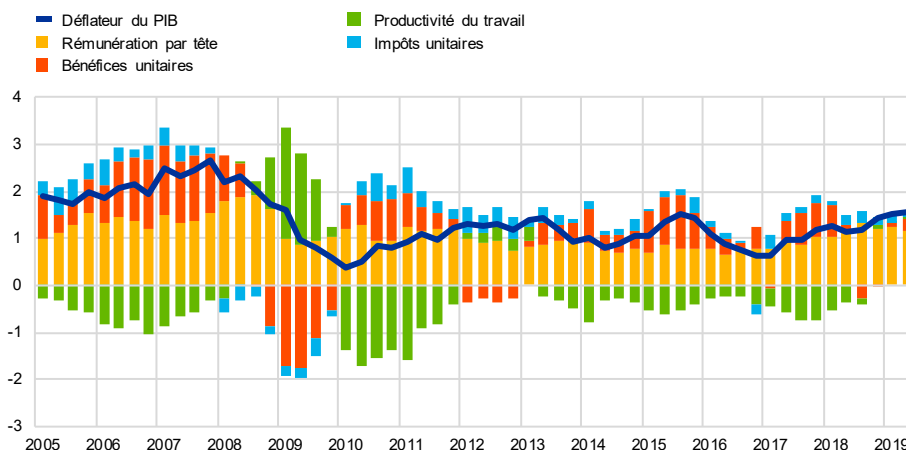
Comment les bénéfices déterminent-ils les tensions sur les prix domestiques dans la zone euro ?

Elke Hahn

Les bénéfices peuvent jouer un rôle important dans la formation des prix sur le marché intérieur et affecter la répercussion des variations des coûts sur les prix finaux. Les comptes nationaux intègrent une mesure large des bénéfices, l'excédent brut d'exploitation, qui peut donner plus d'informations sur l'effet des bénéfices sur les tensions sur les prix domestiques, mesurées par le déflateur du PIB. Le graphique A illustre ce rôle en matière de variations des bénéfices unitaires, c'est-à-dire de l'excédent brut d'exploitation divisé par le PIB en volume, qui est la mesure des marges bénéficiaires utilisée dans cet encadré. Les bénéfices unitaires expliquent environ un tiers de l'augmentation du déflateur du PIB de la zone euro au cours des deux dernières décennies. Cet encadré montre comment les bénéfices ont récemment déterminé les tensions sur les prix domestiques dans la zone euro. Il explique quels facteurs sont les principaux moteurs des variations des marges bénéficiaires et de quelle manière ils ont probablement contribué à leur évolution récente.

Graphique A
Déflateur du PIB et contributions

(variations annuelles en pourcentage, contributions en points de pourcentage aux variations annuelles en pourcentage, données trimestrielles)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : La contribution des coûts unitaires de main-d'œuvre est fournie par les contributions combinées de la rémunération par tête et de la productivité du travail. Les dernières observations se rapportent au deuxième trimestre 2019.

Les contributions des bénéfices unitaires aux tensions sur les coûts d'origine domestique ont diminué en 2018 et se sont légèrement renforcées, tout en restant faibles, au premier semestre 2019. La croissance des bénéfices unitaires s'est sensiblement atténuée en 2018, précisément sur la période durant laquelle la croissance des salaires (mesurée par la rémunération par tête) et celle des coûts unitaires de main-d'œuvre ont fortement augmenté, limitant ainsi le rythme de la hausse du taux de croissance du déflateur du PIB (cf. graphique A). Au cours du premier semestre 2019, la croissance des bénéfices unitaires est devenue légèrement positive et a soutenu l'augmentation progressive du taux de croissance du

déflateur du PIB. Au niveau agrégé, deux principaux facteurs expliquent traditionnellement les variations de la contribution des bénéfices unitaires : le cycle économique et les termes de l'échange.

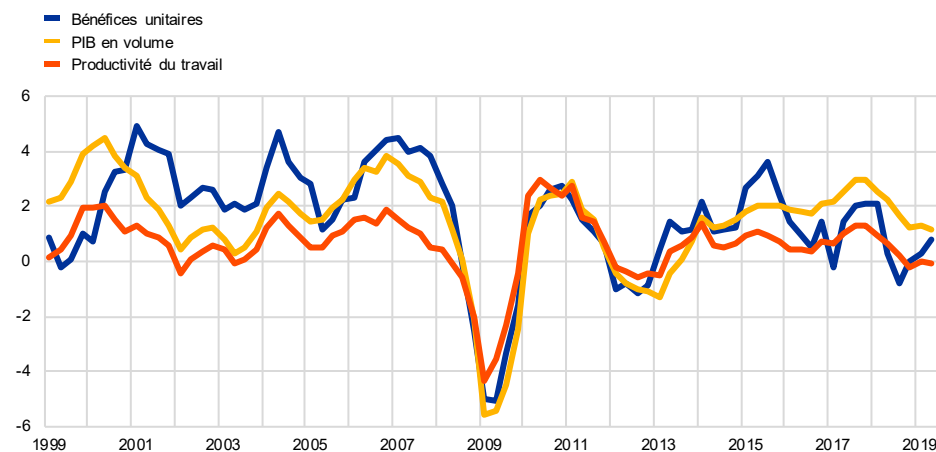
On constate empiriquement que les évolutions des marges bénéficiaires sont procycliques et parallèles à celles de l'activité économique (cf. graphique B).

En période de récession, les coûts unitaires de main-d'œuvre augmentent généralement en raison du retard avec lequel les salaires fixés par contrat réagissent au ralentissement économique, tandis que la productivité du travail diminue immédiatement, la réaction à la baisse de la production étant plus rapide que celle de l'emploi. Étant donné que l'affaiblissement de l'environnement économique limite les possibilités de compenser ces augmentations de prix, on observe une contraction des marges bénéficiaires en cas de ralentissement, et l'inverse en période de reprise. Par conséquent, les marges bénéficiaires présentent une forte réaction positive aux évolutions du PIB en volume et de la productivité du travail en tant que grands indicateurs conjoncturels. Le graphique B montre que cette corrélation s'est également produite en 2018, lorsque la croissance des bénéfices unitaires s'est détériorée parallèlement au ralentissement de la croissance du PIB en volume et de la productivité du travail. Au premier semestre 2019, la détérioration de ces trois indicateurs a cessé, alors que la croissance des bénéfices unitaires avait déjà commencé à se renforcer progressivement, reflétant l'incidence de facteurs autres que le cycle.

Graphique B

Bénéfices unitaires, PIB et productivité du travail

(variations annuelles en pourcentage, données trimestrielles)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent au deuxième trimestre 2019.

Les marges bénéficiaires sont aussi parfois étroitement liées aux évolutions des termes de l'échange, notamment s'il s'agit d'importantes modifications (cf. graphique C).

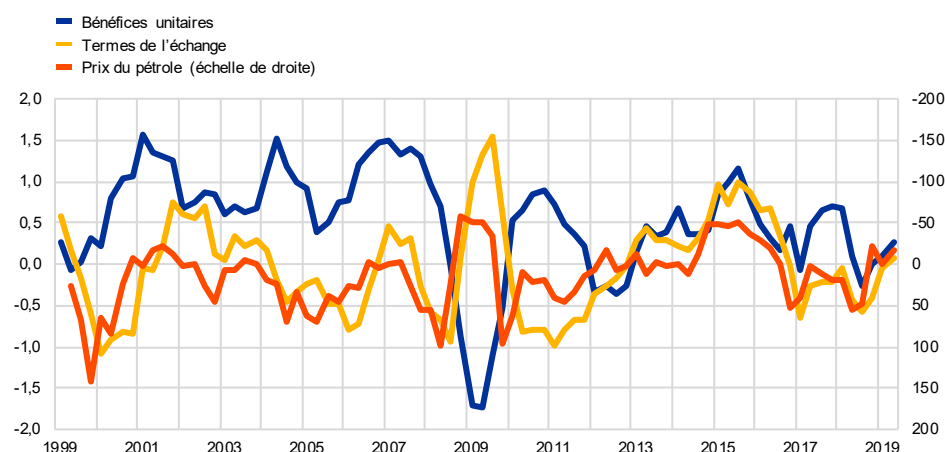
Ces modifications peuvent avoir pour origine différentes sources. Les améliorations des termes de l'échange liées à une baisse des prix des intrants importés, tels que le pétrole, peuvent avoir une incidence positive sur les marges bénéficiaires, si les ajustements à la baisse des prix de vente par les entreprises sont inférieurs à la réduction des coûts de leurs consommations intermédiaires. Cela

semble avoir été le cas au cours de la période comprise entre mi-2014 et début 2016. Les variations des prix à l'exportation liées à une dépréciation du taux de change de l'euro peuvent être favorables aux marges bénéficiaires si les exportateurs facturent leurs produits au prix du marché et gardent leurs prix à l'exportation en devises inchangés. En outre, les évolutions des termes de l'échange peuvent également être influencées par celles des prix relatifs entre l'économie domestique et l'économie étrangère, si ces évolutions se reflètent également dans la dynamique des prix à l'exportation et à l'importation. À cet égard, des évolutions plus marquées des prix relatifs dans l'économie domestique par rapport à celles de l'économie étrangère pourraient entraîner des améliorations des termes de l'échange avec des répercussions positives sur les marges bénéficiaires. En 2018, les termes de l'échange semblent avoir pesé sur les marges bénéficiaires, et ce, principalement en raison de la hausse des prix du pétrole. Toutefois, les prix du pétrole ont baissé depuis fin 2018, donnant lieu à des améliorations des termes de l'échange. Cela semble avoir soutenu la croissance des bénéfices unitaires et contribué ainsi à leur évolution plus favorable que celle des indicateurs conjoncturels au premier semestre 2019 ³⁷.

Graphique C

Bénéfices unitaires, termes de l'échange et prix du pétrole

(contributions en points de pourcentage au déflateur du PIB, variations annuelles en pourcentage, données trimestrielles)



Sources : Eurostat, Bloomberg et calculs de la BCE.

Note : Les dernières observations se rapportent au deuxième trimestre 2019.

La composition sectorielle de l'évolution des bénéfices unitaires confirme que leur affaiblissement en 2018 s'est principalement produit dans des secteurs sensibles à la conjoncture, tandis que le renforcement progressif des bénéfices unitaires au premier semestre 2019 reflétait les évolutions de secteurs moins sensibles à celle-ci (cf. graphique D). Une incidence procyclique sur les bénéfices unitaires est perceptible, en particulier pour le secteur industriel (hors construction), qui est fortement exposé aux évolutions des échanges et est donc celui qui a le plus souffert de la détérioration de l'environnement mondial et du cycle conjoncturel de la

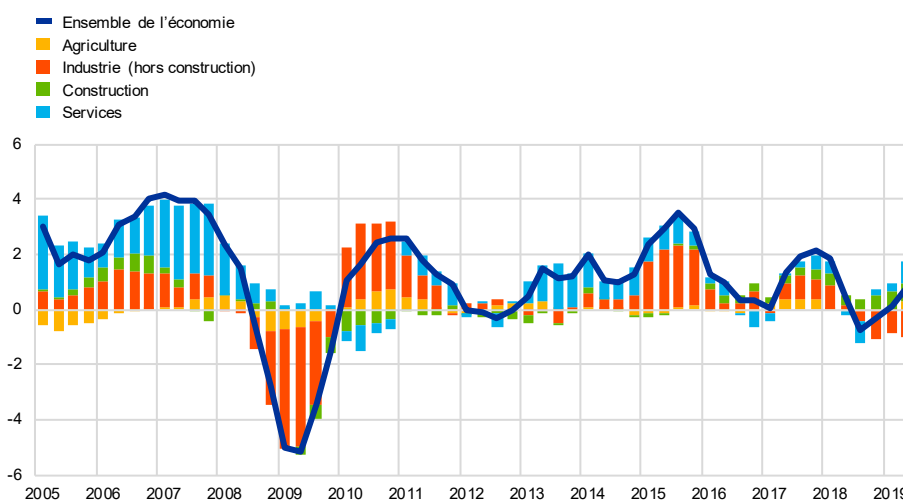
³⁷ Un autre facteur ayant contribué à renforcer la croissance des bénéfices unitaires au premier semestre 2019 est la mise en œuvre d'une mesure budgétaire en France en 2019. Cette mesure budgétaire entraîne la conversion d'un crédit d'impôt (le CICE) en réduction permanente des cotisations de sécurité sociale des employeurs, impliquant ainsi une diminution de la croissance de la rémunération par tête mais une augmentation correspondante de la croissance des bénéfices unitaires.

zone euro depuis fin 2017. La détérioration des termes de l'échange associée au rebond des prix du pétrole en 2018 a probablement contribué à la modération des marges bénéficiaires en 2018, en particulier dans des secteurs tels que les transports (qui font partie du secteur des services) et la baisse des prix du pétrole qui a suivi pourrait également avoir soutenu leur rebond. Dans le même temps, les évolutions des marges bénéficiaires dans des secteurs plus orientés vers le marché intérieur, comme celui de la construction, ont mieux résisté sur l'ensemble de la période, ce qui découle également des conditions de financement actuellement très favorables.

Graphique D

Évolutions des bénéfices unitaires et contributions des secteurs économiques

(variations annuelles en pourcentage, contributions aux variations annuelles en pourcentage, données trimestrielles)



Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

Notes : Dans la ventilation de leur croissance par secteurs économiques, les bénéfices unitaires sont calculés en fonction de la valeur ajoutée. Les dernières observations se rapportent au deuxième trimestre 2019.

En conclusion, les marges bénéficiaires agrégées ont diminué en 2018 et ont atténué l'accroissement des tensions sur les prix domestiques dans la zone euro pour la même année, mais ont commencé à augmenter progressivement au premier semestre 2019. La baisse des marges bénéficiaires en 2018 est

intervenue en réaction au ralentissement récent de l'activité économique et à la détérioration, liée aux prix du pétrole, des termes de l'échange cette année-là³⁸. Cet ajustement a partiellement amorti l'impact des augmentations enregistrées par les coûts de main-d'œuvre et a généré une situation dans laquelle les salaires se sont répercutés de façon limitée sur les prix. Au premier semestre 2019, les marges bénéficiaires ont commencé à se redresser, reflétant notamment des améliorations des termes de l'échange liées à la baisse des prix du pétrole. À l'avenir, les marges bénéficiaires devraient se renforcer en phase avec la hausse progressive de l'activité économique envisagée dans les projections macroéconomiques de septembre 2019 établies par les services de la BCE.

³⁸ Des données économétriques montrent que la baisse du taux de croissance des bénéfices unitaires en 2018 était largement imputable à la demande extérieure, à l'offre de pétrole et aux chocs sur la marge des salaires (cf. le discours de Philip R. Lane, « *The Phillips Curve at the ECB* », *London School of Economics*, 4 septembre 2019).

Articles

1 Les données relatives aux transactions sur produits dérivés et leur utilisation dans l'analyse de banque centrale

Lena Boneva, Benjamin Böninghausen, Linda Fache Rousová et Elisa Letizia

Les données relatives aux transactions sur produits dérivés sont récemment devenues disponibles dans plusieurs banques centrales, dont la BCE, ouvrant de nouvelles voies pour l'analyse. Collectées à la suite des réformes sur le marché des produits dérivés de gré à gré (*over-the-counter* – OTC), dont l'objectif principal était de contrer le risque systémique, ces données ont de nombreuses applications qui dépassent le domaine de la stabilité financière.

Le présent article examine deux de ces applications. Il démontre comment les données collectées dans le cadre du règlement sur les infrastructures de marché européennes (EMIR) peuvent être utilisées pour mieux comprendre deux types de marché de produits dérivés particulièrement importants pour l'analyse de banque centrale : le marché des dérivés de taux d'intérêt et celui des *swaps* indexés sur l'inflation.

S'agissant du marché des dérivés de taux d'intérêt, l'article montre comment les anticipations des investisseurs relatives aux taux d'intérêt peuvent être déduites à partir d'« indicateurs de positionnement » qui retracent les positions adoptées par un groupe d'« investisseurs bien informés » en prévision des mouvements futurs de taux d'intérêt. Ces indicateurs quantitatifs viennent compléter d'autres indicateurs plus connus, tels que les taux anticipés ou les mesures tirées d'enquêtes.

Dans le cas des marchés des *swaps* indexés sur l'inflation dans la zone euro, l'article s'appuie sur le fait que les données EMIR fournissent un premier aperçu systématique de l'activité de négociation sur ces marchés, ce qui peut constituer une information précieuse et rapide sur les anticipations d'inflation des investisseurs. Il met en lumière plusieurs caractéristiques structurelles de l'activité sur ces marchés et étudie leurs éventuelles implications pour le suivi des mesures de compensation de l'inflation extraites des instruments de marché.

1 Introduction

Depuis la faillite de Lehman brothers et la quasi-faillite d'AIG en 2008, les produits dérivés de gré à gré ont été reconnus comme étant l'un des amplificateurs de la crise financière mondiale. En réponse, les chefs d'État ou de gouvernement du G20 réunis au sommet de Pittsburgh en septembre 2009 se sont engagés à réformer les marchés de produits dérivés de gré à gré afin d'en améliorer la

transparence, d'assurer une protection contre les abus de marché et de réduire les risques systémiques. En Europe, cette initiative a été formalisée en 2012 par le règlement sur les produits dérivés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux (règlement EMIR). Ce règlement impose plusieurs exigences aux entités qui sont contreparties à un contrat sur produits dérivés, comme la mise en œuvre de normes de gestion des risques, la compensation de certains contrats par des contreparties centrales et l'obligation de déclaration ³⁹.

Si les réformes des marchés de produits dérivés de gré à gré ont eu principalement pour objet de réduire le risque systémique, les applications des données EMIR dans l'analyse de banque centrale ne se limitent cependant pas à la stabilité financière ⁴⁰. Après une brève présentation des données EMIR

(cf. section 2), cet article décrit deux exemples de leur utilisation. Premièrement, il montre comment les données EMIR relatives aux produits dérivés de taux d'intérêt peuvent être utilisées afin d'évaluer les anticipations des investisseurs concernant l'évolution future des principaux taux d'intérêt (cf. section 3). On part du postulat que les investisseurs qui anticipent une baisse des taux d'intérêt dans le futur se positionnent en procédant à des achats (plus importants que les cessions) de contrats assortis de taux d'intérêt plus bas. On peut donc considérer que les « indicateurs de positionnement » ainsi calculés rendent compte de la solidité des anticipations des investisseurs bien informés ; ils ont donc vocation à compléter d'autres indicateurs des anticipations de taux d'intérêt, tels que les taux anticipés ou les mesures tirées d'enquêtes. Deuxièmement, l'article examine les profils d'activités structurels sur les marchés des swaps indexés sur l'inflation de la zone euro (cf. section 4). Il fournit une vue d'ensemble des principaux contrats et des contreparties intervenant sur ces marchés, et il tire des conclusions pour le suivi par la BCE des mesures de compensation de l'inflation extraites des instruments de marché, notamment du point de vue de leur contenu en information à différentes échéances. Ces deux applications démontrent le fort potentiel d'utilisation des données EMIR dans l'analyse de banque centrale.

2 Les données EMIR

En février 2014, le règlement EMIR a introduit une obligation de déclaration pour l'ensemble des contrats individuels sur produits dérivés. Cette obligation de déclaration s'applique aussi bien aux produits dérivés de gré à gré qu'à ceux

³⁹ Pour une analyse détaillée des éléments des réformes des marchés de produits dérivés de gré à gré, cf. l'article intitulé « [Le bilan des réformes des marchés de produits dérivés de gré à gré : objectifs, progrès et lacunes](#) », *Bulletin économique*, n° 8, BCE, 2016.

⁴⁰ Pour des exemples d'utilisation des données EMIR dans le cadre de la stabilité financière, cf. Abad (J.) et al., « *Shedding light on dark markets: First insights from the new EU-wide OTC derivatives dataset* », *ESRB Occasional Paper Series*, n° 11, Comité européen du risque systémique, 2016 ; Hoffmann (P.), Langfield (S.), Pierobon (F.) et Vuillemeys (G.), « *Who bears interest rate risk* », *Working Paper Series*, n° 2176, BCE, 2018 ; Dalla Fontana (S.), Holz auf der Heide (M.), Pelizzon (L.) et Scheicher (M.), « *The anatomy of the euro area interest rate swap market* », *Working Paper Series*, n° 2242, BCE, septembre 2018 ; Rosati (S.), Vacirca (F.), « *Interdependencies in the euro area derivatives clearing network: A multi-layer network approach* », à paraître dans *Journal of Network Theory in Finance* ; Benos (E.), Payne (R.) et Vasios (M.), « *Centralized Trading, Transparency and Interest Rate Swap Market Liquidity: Evidence from the Implementation of the Dodd-Frank Act* », à paraître dans *Journal of Financial and Quantitative Analysis*.

négoiés en bourse appartenant aux cinq principales catégories d'actifs, à savoir les dérivés sur matières premières, les dérivés sur actions, les dérivés de change, les dérivés de crédit et les dérivés de taux d'intérêt. Les contrats faisant l'objet d'une compensation centrale sont également concernés. Cette obligation concerne les informations relatives aux contreparties au contrat ainsi que celles relatives aux caractéristiques du contrat, qui sont susceptibles d'évoluer tout au long de la durée d'un contrat sur produit dérivé et sont transmises quotidiennement ⁴¹.

Toutes les entités situées dans l'UE qui sont contreparties à un contrat sur produits dérivés sont soumises à l'obligation de déclaration. Elles doivent rendre compte à l'un des sept référentiels centraux actuellement agréés par l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF). Les données transaction par transaction quotidiennes relatives aux dérivés sont ensuite mises à la disposition de plus de 100 autorités dans l'UE, selon leur mandat et leur juridiction. Par exemple, la BCE reçoit un sous-ensemble des données déclarées par les contreparties de la zone euro ⁴². Elle n'a donc généralement pas accès aux données relatives aux transactions entre deux contreparties domiciliées en dehors de la zone euro (par exemple entre deux banques au Royaume-Uni ou entre une banque au Royaume-Uni et une banque aux États-Unis).

En raison de leur volume, de leur vitesse de circulation et de leur diversité, les données EMIR peuvent être considérées comme du « big data », ce qui rend leur utilisation difficile à de nombreux égards. En coopération avec le Comité européen du risque systémique (CERS), la BCE a mis au point une infrastructure informatique dédiée aux données EMIR afin de stocker et d'accéder aux données provenant de l'ensemble des référentiels centraux. En dépit de l'amélioration significative de la qualité des données depuis l'introduction de l'obligation de déclaration par le règlement EMIR en 2014, une procédure minutieuse de nettoyage des données doit être mise en œuvre avant de pouvoir les utiliser à des fins d'analyse ; par exemple, les chiffres observés sont supprimés lorsqu'il manque à la fois la valeur de marché et la valeur notionnelle ou lorsque la valeur notionnelle est considérée comme une exception (*outlier*) ⁴³. Le présent article examine plus spécifiquement les données de la période comprise entre le 2 mai 2018 et le 12 juin 2019, les données nettoyées – même sous forme de série chronologique – étant de suffisamment bonne qualité et facilement accessibles par le biais de l'infrastructure informatique EMIR.

⁴¹ Pour chaque transaction sur produit dérivé, plus de 120 champs de données doivent être remplis. Les informations portent notamment sur le type de produit dérivé, l'actif sous-jacent, le prix, l'encours, l'exécution et la plateforme de compensation du contrat, la valorisation, les sûretés et les événements liés au cycle de vie du contrat. Pour des informations plus détaillées, cf. « [Règlement délégué \(UE\) n° 148/2013 de la Commission](#) ».

⁴² En fait, la BCE a accès à un ensemble un peu plus large de données. Cf. l'article 2 du « [Règlement délégué \(UE\) n° 151/2013 de la Commission](#) ».

⁴³ C'est-à-dire lorsque la valeur dépasse un seuil fixé. Les seuils diffèrent d'une catégorie d'actifs à l'autre et ont été déterminés sur la base des informations tirées de l'activité de veille de marché de la BCE.

3 Dédire des données EMIR les anticipations des marchés relatives aux taux d'intérêt futurs

Le marché des produits dérivés de taux d'intérêt permet la négociation de produits financiers indexés sur les taux d'intérêt futurs. La valeur de marché de ces contrats évolue en fonction des taux d'intérêt ; les investisseurs peuvent les utiliser comme couverture contre les mouvements de taux d'intérêt ou à des fins spéculatives. L'analyse du positionnement des intervenants sur ce marché permet de déduire leurs anticipations concernant les perspectives d'évolution des taux d'intérêt.

Les indicateurs de positionnement sur le marché établis à partir des données EMIR permettent de documenter l'analyse de banque centrale. Les informations relatives au positionnement de certains groupes d'investisseurs sur les marchés de produits dérivés de taux d'intérêt peuvent compléter les indicateurs fondés sur les prix ainsi que les enquêtes, que l'on utilise couramment pour déduire les anticipations des marchés financiers relatives à la politique monétaire ou aux perspectives macroéconomiques ⁴⁴.

Les indicateurs de positionnement reposent sur trois éléments fondamentaux : (a) l'évaluation de la position « longue nette » (ou « courte nette ») d'un investisseur sur un contrat donné, (b) l'identification d'un groupe spécifique d'« investisseurs bien informés », et (c) le choix de contrats sur dérivés de taux d'intérêt appropriés.

La position longue nette (ou courte nette) d'un investisseur permet d'appréhender comment et dans quelle mesure les mouvements futurs de taux d'intérêt sont susceptibles de lui être bénéfiques. Dans le cas d'un contrat à terme futures à revenu fixe – par exemple, un contrat à terme sur obligations – une baisse des taux d'intérêt profite à l'acheteur ou à l'investisseur qui adopte une position longue, en raison de la relation inverse entre les taux d'intérêt et la valeur de l'obligation sous-jacente. C'est l'opposé pour un vendeur ou un investisseur qui prend une position courte. Lorsqu'un investisseur détient simultanément des positions longues et courtes, l'exposition aux mouvements futurs des taux d'intérêt est déterminée par la compensation de l'ensemble des positions. En conséquence, les investisseurs qui choisissent d'être des colombes (« *dovish* ») – c'est-à-dire qui prévoient une baisse des taux d'intérêt – sont susceptibles d'adopter une position longue nette, tandis que ceux qui choisissent d'être des faucons (« *hawkish* ») adopteront plutôt une position courte nette.

Tout indicateur de positionnement significatif doit isoler un sous-ensemble particulier d'investisseurs, la position globale du marché ne pouvant être ni longue nette ni courte nette. Cela est dû au fait que, si un investisseur adopte une position longue, un autre investisseur doit adopter une position courte équivalente sur le même produit dérivé. En conséquence, la position longue nette (et courte nette)

⁴⁴ Les indicateurs fondés sur les prix recouvrent notamment les indicateurs calculés à l'aide des contrats à terme *forward* sur les principaux taux d'intérêt de la zone euro, tels que l'Eonia et l'Euribor, que ce soit pour un horizon à terme donné (taux à un an dans un an, par exemple) ou pour des périodes de constitution des réserves associées à des réunions spécifiques du Conseil des gouverneurs de la BCE. Les enquêtes retenues par la BCE sont celles provenant notamment des fournisseurs privés les plus couramment cités sur le marché ainsi que l'enquête, auprès des analystes monétaires (*Survey of Monetary Analysts*), récemment introduite par la BCE.

cumulée de l'ensemble des investisseurs doit être égale à zéro, sauf erreur de déclaration et/ou restrictions concernant l'échantillon. Un indicateur de positionnement riche en informations doit donc se concentrer sur un groupe spécifique et significatif d'investisseurs ⁴⁵.

L'indicateur de positionnement construit ici permet d'isoler les « investisseurs bien informés » qui prennent activement position sur des dérivés de taux d'intérêt sur la base de leurs anticipations de taux d'intérêt futurs. Il est cependant difficile de les identifier. L'encadré 1 explique comment les données EMIR sont enrichies afin d'obtenir une classification détaillée des secteurs qui facilite cette tâche. Mais même une classification granulaire des secteurs ne peut rendre compte intégralement de l'hétérogénéité des stratégies de négociation des différents investisseurs en produits dérivés de taux d'intérêt ⁴⁶. Pour remédier à ces difficultés, les « secteurs bien informés » sont choisis selon les critères suivants : (a) ils se forment une opinion concernant les taux d'intérêt futurs à partir de la politique monétaire et des évolutions macroéconomiques, (b) ils réagissent rapidement à une modification des perspectives, (c) ils négocient activement des contrats sur produits dérivés, principalement dans le but de générer des profits, et (d) ils suivent une stratégie axée ni sur le très court terme (investisseurs réalisant des arbitrages grâce à la volatilité intrajournalière, par exemple) ni sur le très long terme (sociétés d'assurance ou banques cherchant à couvrir les écarts de durée de leurs bilans). Le secteur des « *hedge funds* » répond à l'ensemble de ces critères, notamment parce qu'il est habituellement défini comme le secteur dont les entités prennent des positions sur la base de leurs anticipations concernant l'évolution future des prix sur les marchés financiers et ce, de façon relativement non contrainte. Il est toutefois très difficile d'identifier correctement ces fonds ⁴⁷, et d'autres catégories d'investisseurs sont susceptibles d'agir de la même façon.

Par conséquent, nous présentons un ensemble d'indicateurs de positionnement établis à partir des différentes catégories d'investisseurs (cf. tableau 1). Le premier échantillon répond à la définition des *hedge funds* telle qu'elle figure dans le *Manual on investment funds statistics* de la BCE ⁴⁸ ; il recouvre l'ensemble des non-OPCVM, ainsi que les OPCVM ⁴⁹ qui adoptent une stratégie de *hedge fund* (cf. encadré 1). Le deuxième échantillon est plus large dans la mesure où

⁴⁵ Le rapport « *Commitments of Traders* » (désagrégé), fréquemment cité, que publie la US Commodity Futures Trading Commission, prévoit des sous-ensembles de ce type. Certains experts de marché s'en servent pour suivre l'évolution des positions longues et courtes des contreparties commerciales et non commerciales à des contrats à terme *futures* sur devises et matières premières, par exemple.

⁴⁶ D'autres approches, complémentaires de celle utilisée ici, peuvent être davantage fondées sur les données et, par exemple, suivre plus précisément les investisseurs qui modifient souvent leur position ou dont l'activité sur le marché est particulièrement intense. Des approches de ce type seront examinées dans le prolongement de ces travaux.

⁴⁷ La principale difficulté a trait au caractère limité de la couverture et de la publication des données, de nombreux *hedge funds* étant domiciliés dans des centres extraterritoriaux.

⁴⁸ Le *Manual on investment fund statistics* définit les *hedge funds* comme des fonds qui mettent en œuvre des stratégies de placement relativement non contraintes afin d'obtenir des rendements absolus positifs et dont les gestionnaires perçoivent, outre les frais de gestion, une rémunération qui dépend de la performance du fonds, mais il n'existe manifestement pas de définition communément admise des *hedge funds*.

⁴⁹ Les fonds sont classés en OPCVM ou non-OPCVM selon qu'ils relèvent ou pas de la [Directive UE concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières \(OPCVM\)](#). Les OPCVM sont des fonds communs de placement qui peuvent être cédés à des petits investisseurs et sont considérés comme des placements non spéculatifs, diversifiés et bien réglementés.

il recouvre l'ensemble des fonds d'investissement. Cette catégorie élargie se justifie par le fait qu'un gestionnaire d'actifs n'a qu'une seule opinion concernant les perspectives de taux d'intérêt à court terme, mais il contrôle généralement plusieurs fonds, certains entrant dans la catégorie des *hedge funds* et d'autres, non. Le troisième échantillon inclut également d'autres institutions financières – qui ne sont ni des banques ni des sociétés d'assurance ou des fonds de pension – afin de prendre en compte les erreurs de classement ainsi que d'autres types d'investisseurs actifs, tels que les sociétés de trading systématique. Enfin, afin de prendre en compte uniquement les gros investisseurs actifs ⁵⁰, les échantillons précédents sont tous restreints aux contreparties qui détiennent en moyenne au fil du temps les cent plus gros portefeuilles en termes de montant notionnel brut.

Tableau 1
Définir les investisseurs bien informés

	Non-OPCVM et OPCVM <i>hedge funds</i>	Ensemble des fonds d'investissement	Autres institutions financières	100 plus gros investisseurs	Évolution dans le temps du nombre moyen d'investisseurs de l'échantillon
Mesure de positionnement 1	✓				229
Mesure de positionnement 2		✓			402
Mesure de positionnement 3		✓	✓		450
Mesure de positionnement 4	✓			✓	97
Mesure de positionnement 5		✓		✓	99
Mesure de positionnement 6		✓	✓	✓	100

Note : Le nombre moyen d'investisseurs retenus dans les mesures de positionnement 4-6 n'est pas toujours égal à 100, car certaines des 100 contreparties détenant les plus gros portefeuilles ne sont pas actives sur l'intégralité de la période.

Enfin, il faut choisir une catégorie de produits dérivés de taux d'intérêt.

Une distinction de base est faite entre les produits dérivés dont le rendement est linéaire (par exemple les *swaps*, les contrats à terme *forward* ou *futures*) et ceux dont le rendement n'est pas linéaire (plus particulièrement les options). Les indicateurs de positionnement ayant vocation à rendre compte de l'exposition à l'évolution générale des taux d'intérêt plutôt qu'à des mouvements inhabituels, cela suggère une préférence pour les dérivés dont le rendement est linéaire. En outre, le compartiment de marché doit être suffisamment liquide, ce qui n'est pas toujours le cas des marchés d'options.

Considéré globalement, le marché des dérivés de taux d'intérêt de la zone euro est un très gros marché aussi bien en termes de volume que du nombre d'instruments qu'il contient (cf. graphique 1). En juin 2019, le montant notionnel total de l'encours des dérivés de taux d'intérêt s'élevait à 200 000 milliards d'euros environ, soit les deux tiers de l'ensemble du marché des produits dérivés de la zone euro ⁵¹. Les *swaps* et les contrats à terme *futures* sont les principaux instruments du

⁵⁰ Le classement des fonds en fonction de leur caractère actif ou passif fait apparaître que les fonds passifs ne sont pas prédominants dans l'échantillon.

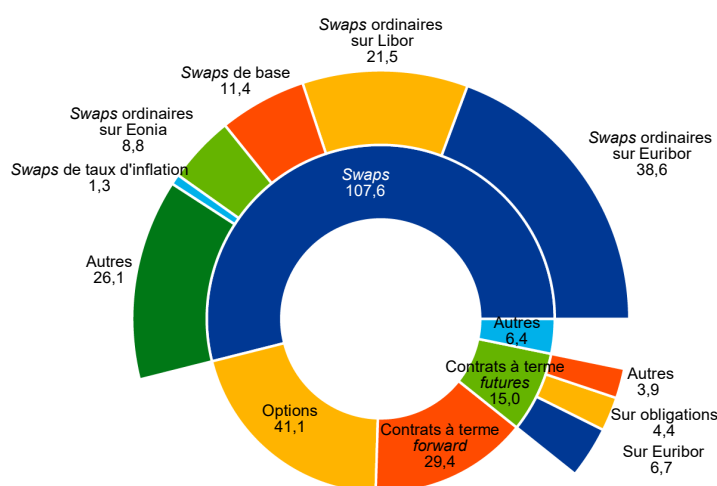
⁵¹ Les agrégats de valeurs notionnelles brutes établis à partir des données EMIR tendent à être différents de ceux obtenus à l'aide des enquêtes menées tous les six mois par la Banque des règlements internationaux, en raison de diverses différences conceptuelles et de mesure entre les deux sources de données. Pour de plus amples détails, cf. Abad (J.) *et al.*, *op. cit.* ; *ESMA Annual Statistical Report, EU Derivatives Markets*, 2018, Autorité européenne des marchés financiers, octobre 2018.

marché des produits dérivés de taux d'intérêt. Les *swaps* représentent la part la plus importante, soit 54 % environ de la valeur notionnelle de l'encours des contrats. Les *swaps* (y compris ceux indexés sur l'Eonia) se négocient de gré à gré et sont utilisés à de nombreuses fins, notamment pour la couverture des risques de taux d'intérêt au bilan des banques et des sociétés d'assurance (risques liés aux écarts de duration positifs et négatifs, respectivement). Le marché des contrats à terme futures est plus petit que celui des *swaps*, mais les produits y sont négociés en bourse, d'où leur caractère beaucoup plus standardisé et extrêmement liquide. Parmi les contrats *futures*, l'encours des contrats à terme sur l'Euribor 3 mois représente le montant notionnel le plus élevé (environ 7 000 milliards d'euros sur 15 000 milliards en juin 2019), suivi des contrats à terme sur l'eurodollar et sur le Bund.

Graphique 1

Le marché des produits dérivés de taux d'intérêt de la zone euro

(montants en milliers de milliards d'euros)



Sources : Données EMIR auxquelles la BCE a accès.

Notes : Les chiffres correspondent aux encours notionnels au 12 juin 2019. L'échantillon inclut les contrats compensés comme les encours de contrats non compensés dont la direction (côté vendeur ou côté acheteur) est connue. Les « contrats à terme *forward* » recouvrent les accords de taux futurs (*forward rate agreements*) ; les « options » recouvrent les options sur *swaps*. La rubrique « autres » (6 400 milliards) comprend les contrats moins courants et non classés. S'agissant des *swaps*, la rubrique « *swaps ordinaires* sur Libor » comprend les contrats référencés sur le Libor livre sterling, le Libor dollar américain, le Libor yen japonais et le Libor franc suisse. Les « *swaps de base* » recouvrent l'ensemble des contrats d'échange de deux taux variables. La rubrique « autres » comprend les contrats d'échange de deux taux fixes ou d'un taux fixe contre un taux variable non indexés sur l'Euribor, l'Eonia ou le Libor, ainsi que d'autres contrats moins courants ou non classés. S'agissant des contrats *futures*, les « obligations » recouvrent l'ensemble des contrats à terme sur obligations (qu'elles soient émises par les administrations publiques ou par les entreprises, tous pays et échéances confondus), tandis que la rubrique « autres » inclut les contrats à terme sur l'eurodollar et les contrats non classés. Les montants notionnels déclarés doivent être interprétés comme une limite supérieure car il arrive que les transactions soient comptabilisées plus d'une fois dans la mesure où elles n'ont pas pu être appariées. De plus, si un membre compensateur procède à une compensation pour le compte d'un client, deux transactions sont comptabilisées (l'une entre le client et le membre compensateur et l'autre entre le membre compensateur et la contrepartie centrale).

Les indicateurs de positionnement sont établis à partir des contrats à terme *futures* sur l'Euribor, en raison de leur important contenu en information

concernant l'évolution des taux d'intérêt dans la zone euro. Comme le suggèrent les informations tirées de la veille de marché, les investisseurs bien informés ont largement recours aux contrats à terme *futures* sur l'Euribor, principalement en raison de leur forte liquidité et de leur degré élevé de standardisation. Les investisseurs qui ont besoin d'ajuster leurs positions préfèrent souvent les contrats *futures* aux *swaps* de taux d'intérêt, car il est plus facile de clore des positions existantes. En outre, les contrats à terme *futures* sur l'Euribor 3 mois sont intéressants car directement liés aux évolutions des taux d'intérêt à court terme dans la zone euro sur des horizons précis.

Suivre l'Eonia par le biais d'un contrat *futures* sur l'Euribor représente actuellement un risque de base assez limité, étant donné la stabilité des écarts entre les deux. Les indicateurs de positionnement privilégient les contrats *futures* sur l'Euribor dont l'échéance résiduelle est supérieure à un an afin de faciliter la comparaison avec les mesures des anticipations de taux d'intérêt couramment utilisées par les banques centrales, telles que l'Eonia à un an dans un an ⁵².

La mesure de positionnement correspond au ratio entre les positions longues nettes des investisseurs bien informés et leurs positions brutes ⁵³. La position longue nette (position longue moins position courte) de chaque investisseur est normalisée à l'aide de sa position brute (somme de la position longue et de la position courte). Cette mesure possède au moins deux avantages. Premièrement, comme elle est normalisée par la position brute, elle permet de considérer les opinions exprimées par l'ensemble des investisseurs bien informés, y compris les investisseurs plus petits qui peuvent avoir des idées bien précises mais ne sont pas en mesure de prendre d'importantes positions absolues. La simple somme, sans aucune normalisation, des positions longues nettes de l'ensemble des investisseurs bien informés donnerait un poids considérable aux très gros investisseurs et aux spécificités des différents intervenants. Deuxièmement, la somme sur l'ensemble des investisseurs bien informés et la normalisation rendent également l'indicateur plus robuste aux erreurs de déclaration.

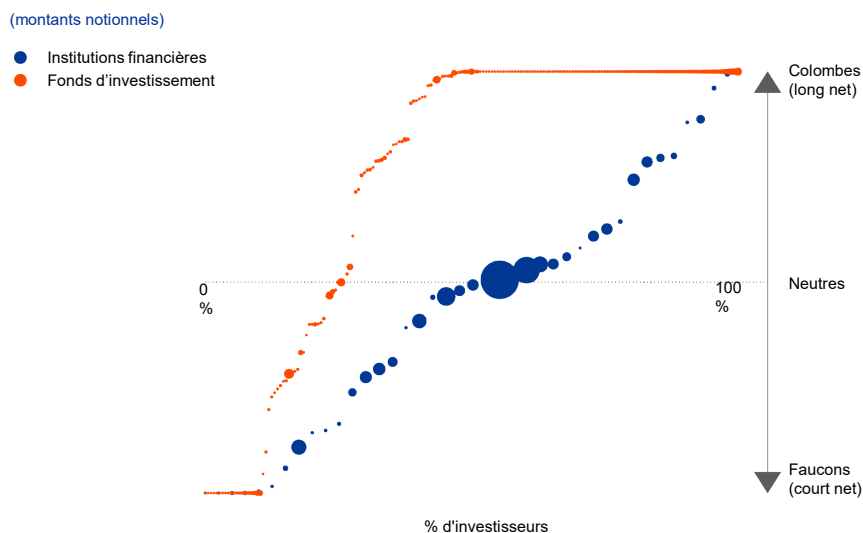
La mesure indique que le positionnement des fonds d'investissement est relativement polarisé, suggérant que cette catégorie d'investisseurs doit effectivement faire l'objet d'une plus grande attention, les fonds d'investissement étant plus disposés que d'autres types d'investisseurs à exprimer une opinion sur les taux d'intérêt futurs. Si l'on considère l'ensemble des fonds d'investissement (mesure de positionnement 2) comme étant la catégorie représentative des investisseurs bien informés, le graphique 2 montre que 60 % environ de ces investisseurs adoptent une position extrêmement agressive (faucons) ou extrêmement conciliante (colombes), cette dernière étant clairement prédominante à la date considérée (12 juin 2019). Ce profil est différent de celui des institutions financières (*dealer banks*), par exemple, qui tendent à se positionner de façon plus neutre, dans la mesure où elles jouent généralement le rôle de teneurs de marché. Cela ne signifie pas que les institutions financières n'ont pas d'opinion concernant la politique monétaire ou les perspectives macroéconomiques, mais que leur activité de négociation l'emporte généralement sur la motivation d'une prise de risque pour compte propre. Dans la mesure où l'activité de négociation implique également que nombre de leurs positions se compensent entre elles, leurs portefeuilles tendent à être importants du point de vue du montant notionnel brut (comme l'indique la taille des bulles) mais le sont moins s'agissant du montant notionnel net.

⁵² De plus, pour les échéances supérieures à un an l'effet mécanique de prorogation des contrats *futures* dont la date d'échéance est la plus rapprochée est supprimé.

⁵³ Le positionnement au niveau des secteurs correspond à la moyenne des positions individuelles.

Graphique 2

Quantiles empiriques du positionnement net/brut des fonds d'investissement et des institutions financières (*dealer banks*)



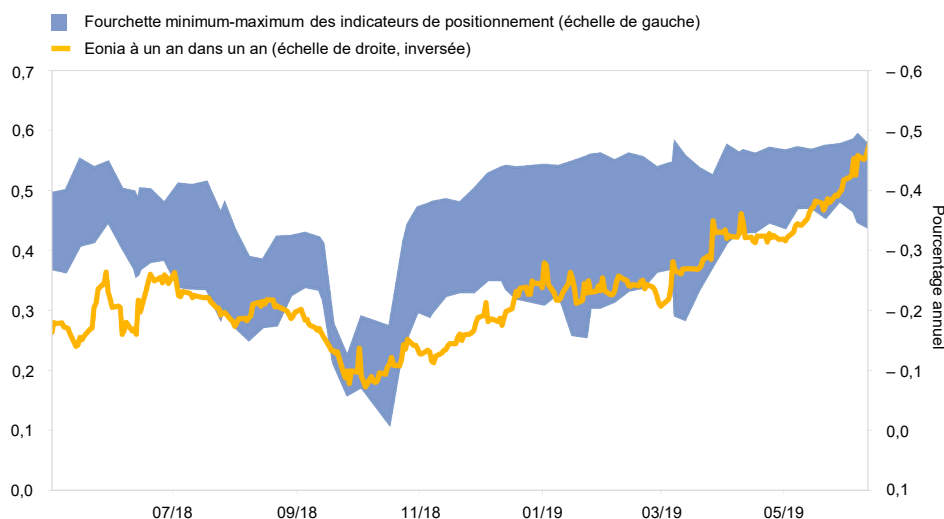
Sources : Données EMIR auxquelles la BCE a accès.

Note : Les données sont au 12 juin 2019 et montrent les positions nettes des différents investisseurs par rapport à leurs positions brutes sur le marché des contrats à terme futures sur l'Euribor dont l'échéance résiduelle est supérieure à un an. La taille des bulles est proportionnelle à la taille des portefeuilles individuels en termes de montant notionnel brut.

Le positionnement long net a suivi une tendance à la hausse depuis début 2019, évolution cohérente avec l'anticipation par le marché d'une politique monétaire plus accommodante (cf. graphique 3). Le taux anticipé à un an de l'Eonia dans un an fournit une autre approximation de l'évolution des anticipations de taux d'intérêt au cours de la période considérée. Il affiche une tendance baissière qui a débuté fin 2018, les investisseurs commençant alors à intégrer dans leurs prévisions une politique monétaire plus accommodante et devenant moins optimistes quant aux perspectives économiques mondiales. En cohérence avec ces évolutions, les investisseurs bien informés ont augmenté leurs positions longues nettes au cours de la même période. Les résultats présentés ici suggèrent que les indicateurs de positionnement – tels que l'approximation quantitative, ou sur la base des volumes, des anticipations relatives à la politique monétaire et aux perspectives économiques générales – peuvent fournir des signaux comparables aux *proxies* fondés sur les prix ou sur les taux. Une analyse plus approfondie des données peut également contribuer à identifier les secteurs dont le positionnement, en moyenne, semble donner le plus d'informations sur le mécanisme de formation des prix sur le marché. Dans l'idéal, cette analyse apporterait également un nouvel éclairage sur les informations contenues dans les taux d'intérêt anticipés, en particulier lorsque les signaux donnés par les indicateurs de positionnement ne sont pas totalement cohérents avec ceux fondés sur les prix.

Graphique 3

Positionnement des investisseurs bien informés sur les contrats à terme *futures* sur l'Euribor 3 mois et sur l'Eonia à un an dans un an



Source : Données EMIR auxquelles la BCE a accès.

Note : La fourchette est calculée à partir d'indicateurs de positionnement pour six échantillons différents d'investisseurs bien informés, comme présenté en détail dans le tableau 1. L'indicateur de positionnement correspond à la moyenne du ratio montant notionnel net/brut calculée pour les différents investisseurs de l'échantillon. Une correction de lissage a été appliquée au chiffre observé le 5 juin 2019, considéré comme une exception.

Encadré 1

L'identification du secteur de contrepartie dans les données EMIR

Francesca D. Lenoci et Elisa Letizia

Disposer d'informations exhaustives et détaillées sur la classification sectorielle est une condition indispensable pour la définition des « investisseurs bien informés ». Le présent encadré explique comment les données EMIR sont enrichies afin d'obtenir cette classification.

Même si les données EMIR contiennent un champ avec des informations relatives au secteur de la contrepartie déclarante, ces informations présentent certaines insuffisances. La première insuffisance concerne la qualité des données : le secteur déclaré par certaines contreparties varie au fil du temps et, dans certains cas, il est manquant. La seconde insuffisance est de nature conceptuelle : la classification sectorielle EMIR n'est pas suffisamment détaillée pour répondre aux nombreux besoins des banques centrales et ne distingue pas les entités jouant des rôles clés sur les marchés des produits dérivés. En particulier, les contreparties centrales, leurs membres compensateurs et les banques qui sont des filiales des 16 opérateurs les plus importants

(G16) ne sont pas identifiables directement ⁵⁴. De plus, la ventilation sectorielle EMIR ⁵⁵ ne coïncide pas toujours avec la classification SEC 2010 largement utilisée ⁵⁶.

Pour remédier à ces insuffisances, les données EMIR sont enrichies à l'aide de huit sources de données afin d'obtenir une classification sectorielle. La classification est réalisée en utilisant une source à la fois, établissant ainsi une hiérarchie entre les sources. Dans un premier temps, les contreparties sont classées en utilisant quatre listes officielles : les listes des institutions financières monétaires et des fonds d'investissement de la BCE, la liste des entreprises d'assurance établie par l'Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles (AEAPP) et la liste des contreparties centrales de l'AEMF. Dans la mesure où ces listes ne couvrent qu'un ensemble limité d'entités établies dans l'UE/la zone euro, quatre autres sources de données sont utilisées dans un deuxième temps : le Registre des données relatives aux institutions et aux filiales (*Register of Institutions and Affiliates Data* – RIAD) du Système européen de banques centrales ainsi que trois sources de données commerciales (BankFocus, Lipper et Orbis). Le secteur attribué dans les données EMIR est utilisé en dernier lieu, mais uniquement s'il est déclaré de manière cohérente.

La classification sectorielle qui en résulte offre une couverture satisfaisante, elle est détaillée et indique si une entité joue un rôle important sur le marché des produits dérivés. Mi-2019, le secteur de contrepartie était identifié pour plus de 98 % de la valeur notionnelle des transactions en cours dans les données EMIR (cf. graphique A) ⁵⁷. Des informations granulaires sur les sous-secteurs sont également souvent disponibles. Par exemple, les banques sont subdivisées entre banques d'investissement et banques commerciales et les fonds d'investissement entre OPCVM et fonds d'investissement alternatifs. On dispose également d'informations relatives à la stratégie des fonds d'investissement (par exemple, fonds « obligations », fonds « actions », *hedge fund*). De plus, les entités jouant des rôles clés sur le marché des produits dérivés, tels que les membres compensateurs et les banques appartenant aux opérateurs du G16 sont signalées comme telles.

⁵⁴ Les membres du G16 sont : Bank of America, Barclays, BNP Paribas, Citigroup, Crédit Agricole, Credit Suisse, Deutsche Bank, Goldman Sachs, HSBC, JPMorgan Chase, Morgan Stanley, Nomura, Royal Bank of Scotland, Société Générale, UBS and Wells Fargo.

⁵⁵ La classification sectorielle EMIR établit une distinction entre huit types d'entités financières : les fonds d'investissement alternatifs, les entreprises d'assurance vie, les établissements de crédit, les entreprises d'assurance, les entreprises d'investissement, les institutions de retraite professionnelle, les entreprises de réassurance, les organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) et leurs sociétés de gestion, et une catégorie résiduelle. Les sociétés non financières déclarent des codes à une lettre issus de la classification statistique NACE.

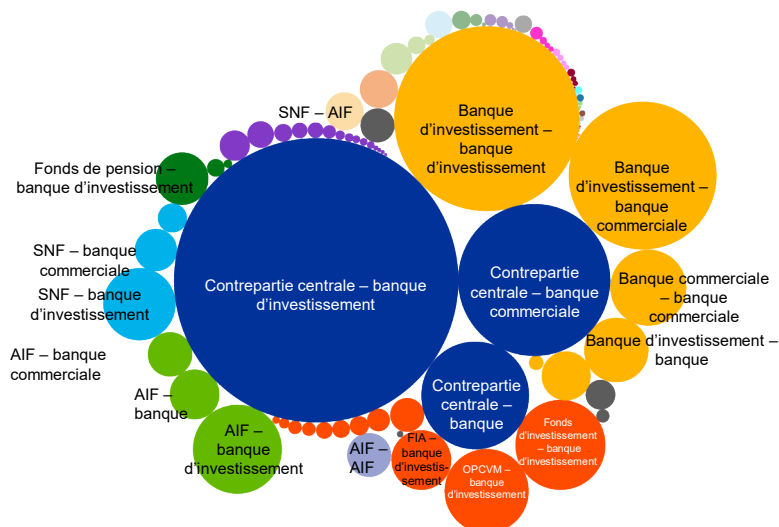
⁵⁶ Le Système européen des comptes (SEC 2010) est un système de classification statistique utilisé pour regrouper les entités institutionnelles ayant la même activité principale. Le code secteur permet de diviser l'économie en six secteurs : sociétés non financières, sociétés financières, administrations publiques, ménages, institutions sans but lucratif au service des ménages et reste du monde.

⁵⁷ Pour les 2 % restants, le domicile de la contrepartie est soit indisponible, soit situé hors d'Europe.

Graphique A

Identification du secteur de contrepartie dans les données EMIR : ventilation par valeur notionnelle

(en pourcentage de la valeur notionnelle brute des contrats en cours)



Banques	d'investissement	43,1 %
	commerciales	13,2 %
	non classé	4,8 %
Contreparties centrales		23,3 %
Fonds d'investissement (FI)	OPCVM	1,7 %
	FIA	1,2 %
	non classé	2,0 %
Autres institutions financières (AIF)		4,3 %
Sociétés non financières (SNF)		3,0 %
Sociétés d'assurance	assurance vie et mixte	0,3 %
	non-vie	0,1 %
	non classé	0,3 %
Fonds de pension (FP)	privés	0,4 %
	publics	0,1 %
	non classé	0,1 %
Institutions publiques		0,4 %
Banque centrale		0,1 %
OPCVM monétaires		0,0 %
Autres		1,7 %

Sources : Données EMIR, BCE, AEAPP, AEMF, BankFocus, Lipper, Orbis et calculs de la BCE.

Notes : Données à mi-juin 2019. Le tableau présente la nouvelle classification sectorielle triée en fonction du pourcentage de la valeur notionnelle brute de tous les contrats en cours (« non classé » signifie que le montant notionnel n'a pas été classé dans l'un des sous-secteurs). Le graphique présente des paires de secteurs de contrepartie, la taille des bulles étant proportionnelle à la valeur notionnelle brute de tous les contrats en cours. Les banques d'investissement recouvrent les opérateurs du G16 (et les filiales bancaires concernées) ainsi que les banques exerçant à la fois des activités de banque commerciale et de banque d'investissement. FIA signifie fonds d'investissement alternatif. « Autres » correspond à une catégorie résiduelle utilisée lorsque le secteur n'est pas connu.

4 Examen des marchés des *swaps* indexés sur l'inflation de la zone euro

Une autre application prometteuse des données EMIR consiste à apporter une compréhension plus approfondie des marchés de la zone euro pour les produits dérivés indexés sur l'inflation, qui contiennent des informations importantes sur les anticipations d'inflation des investisseurs. Les anticipations d'inflation jouent un rôle central pour la BCE, dans la mesure où son objectif principal est le maintien de la stabilité des prix dans la zone euro. Dans le cadre de la conduite de la politique monétaire, ces anticipations sont pertinentes en tant que telles, car elles influencent les décisions de consommation et d'investissement, ainsi que la fixation des salaires et des prix et, par conséquent, l'inflation. De surcroît, elles permettent de recouper les projections macroéconomiques relatives aux perspectives d'inflation réalisées par les services de l'Eurosystème et de la BCE, qui contribuent à leur tour aux décisions de politique monétaire de la BCE. Outre les mesures tirées d'enquêtes, qui reflètent les anticipations d'inflation telles qu'exprimées directement dans des enquêtes régulièrement conduites auprès d'experts, il existe des mesures de compensation de l'inflation, extraites des instruments de marché, qui reflètent les informations que l'on peut tirer des prix des instruments financiers. Ces derniers incluent les *swaps* indexés sur l'inflation, les obligations indexées sur l'inflation et les options sur l'inflation, qui sont tous des instruments indexés sur les niveaux futurs de l'inflation. Ces instruments financiers étant négociés en continu, les mesures extraites des instruments de marché fournissent non seulement des informations supplémentaires précieuses sur les anticipations d'inflation des investisseurs, mais aussi des indications plus rapidement disponibles concernant les modifications potentielles des perspectives d'inflation ⁵⁸.

Les données EMIR donnent un premier aperçu quantitatif de la structure du marché des *swaps* indexés sur l'inflation de la zone euro. Jusqu'à présent, la BCE s'est largement appuyée sur les informations tirées de la veille de marché s'agissant de l'activité qui sous-tend, par exemple, les évolutions des taux des *swaps* indexés sur l'inflation. Ces informations tirées de la veille de marché – tout en étant utiles – sont généralement de nature qualitative et, dans la pratique, difficiles à rassembler de manière cohérente entre les différentes contreparties. Les données EMIR complètent ce type d'informations et permettent de les recouper en offrant un aperçu quantitatif plus systématique de l'activité de négociation sur les marchés des *swaps* indexés sur l'inflation de la zone euro. La présente section utilise les données EMIR pour présenter quelques caractéristiques structurelles de ces marchés ⁵⁹.

⁵⁸ Pour plus d'informations, cf. l'article intitulé « [Interpréter les évolutions récentes des indicateurs relatifs aux anticipations d'inflation à long terme tirés des marchés financiers](#) », *Bulletin économique*, n° 6, BCE, 2018.

⁵⁹ La portion des marchés des *swaps* indexés sur l'inflation de la zone euro couverte par les données disponibles à la BCE correspond à un encours notionnel de près de 1 000 milliards d'euros. Toutefois, dans la mesure où ces données représentent un sous-ensemble du marché (cf. section 2), la taille réelle du marché est plus importante, et même potentiellement beaucoup plus. Dans tous les cas, le sous-ensemble montre que dans la zone euro, le marché des *swaps* indexés sur l'inflation est sensiblement plus réduit que celui des produits dérivés de taux d'intérêt. Par exemple, l'encours notionnel des contrats à terme *futures* sur l'Euribor est environ dix fois supérieur à celui des *swaps* indexés sur l'IPCH de la zone euro.

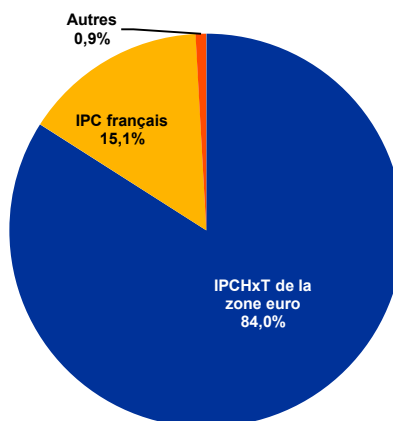
Les données suggèrent que l'activité sur le marché des *swaps* indexés sur l'inflation de la zone euro est dominée par les *swaps* indexés sur l'inflation agrégée de la zone euro plutôt que sur les indices des prix à la consommation nationaux. Le graphique 4 montre qu'en moyenne, les *swaps* indexés sur l'indice des prix à la consommation harmonisé hors tabac (IPCHxT) de la zone euro représentent plus de 80 % aussi bien du nombre de transactions que du montant notionnel concerné. Le reste du marché des *swaps* indexés sur l'inflation de la zone euro est presque exclusivement indexé sur l'indice des prix à la consommation (IPC) français. L'activité sur les *swaps* indexés sur les IPC d'autres pays est très limitée, même pour les *swaps* indexés sur l'IPC italien, en dépit de l'existence d'un important marché pour les obligations indexées sur l'IPC italien ⁶⁰. Dans la mesure où le suivi des anticipations d'inflation des investisseurs repose sur les cotations de marché (les *swaps* indexés sur l'inflation étant négociés « de gré à gré »), il est raisonnable d'attribuer un contenu en informations plus important aux *swaps* indexés sur l'inflation pour lesquels les cotations sont plus fermement soutenues par l'activité sous-jacente ⁶¹. Sur cette base, et compte tenu des observations ci-dessus, il semble plus fiable de suivre les anticipations d'inflation agrégées pour la zone euro sur les marchés des *swaps* indexés sur l'inflation. Toutefois, cela n'exclut pas un suivi des taux des *swaps* indexés sur les IPC des différents pays afin de détecter les anticipations relatives à d'éventuels écarts par rapport à l'agrégat au niveau national.

⁶⁰ Les obligations indexées sur l'inflation sont également principalement indexées sur l'IPCHxT agrégé de la zone euro, mais la France et l'Italie ont des encours importants – et comparables – d'obligations indexées sur leurs IPC nationaux respectifs.

⁶¹ Il convient de noter que ces cotations sont « créées » dans les grands entrepôts de données des banques mondiales et incluent probablement également des informations tirées des marchés des obligations indexées sur l'inflation et d'autres marchés. Toutefois, l'activité sous-jacente est utile pour juger le contenu en information des cotations sur les marchés des produits dérivés de gré à gré. En effet, même si le prix (ou taux) effectif auquel les deux contreparties effectuent la transaction demeure confidentiel, une part importante de l'activité sur ces marchés fait l'objet d'une intermédiation par des négociateurs qui prennent en charge (au moins) un côté de la transaction et fournissent simultanément des cotations pour le produit en question. Par conséquent, les cotations des négociateurs qui sont publiées sont fondées sur les transactions effectuées entre les négociateurs et les autres investisseurs – et ajustées en fonction de celles-ci. Cela laisse penser que plus l'activité sous-jacente sur un marché de gré à gré est importante, plus il est probable que les cours (ou taux) cotés indiquent de manière fiable où les investisseurs souhaitent effectuer leurs transactions.

Graphique 4

Activité sur le marché des *swaps* indexés sur l'inflation de la zone euro, par indice de référence sous-jacent



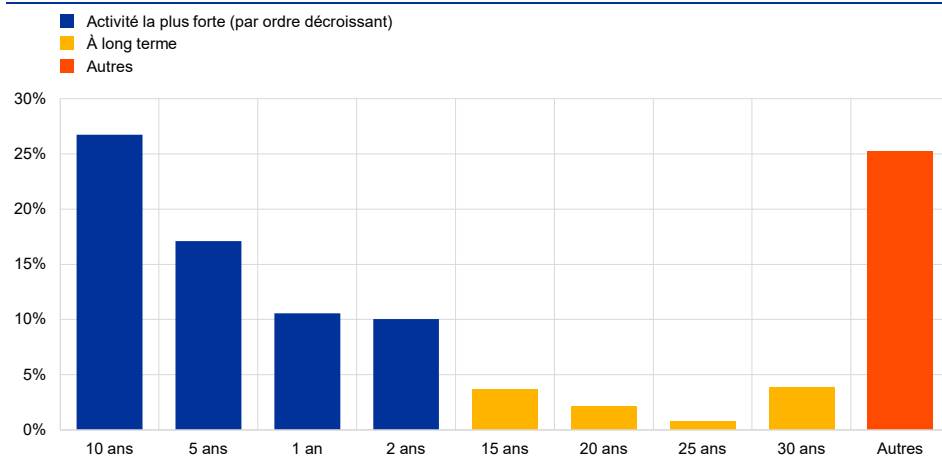
Sources : Données EMIR et calculs de la BCE.

Notes : Les données se rapportent à mi-2019. Les parts sont fondées sur la moyenne de deux mesures de l'activité, à savoir le nombre de transactions et le montant notionnel concerné dans ces transactions.

Les données EMIR montrent également que l'activité est relativement concentrée sur les compartiments d'échéance à dix ans, cinq ans, deux ans et un an. Ces résultats se rapportent aux taux au comptant (*spot rates*) des *swaps* zéro coupon, c'est-à-dire les *swaps* qui permettent d'échanger des paiements à taux fixe contre des paiements à taux variable sur la base de l'inflation effective entre le moment présent et une date donnée dans le futur. Le graphique 5 montre que les quatre points les plus actifs sur la courbe représentent 50 % environ de l'ensemble de l'activité sur les *swaps* indexés sur l'IPCHxT de la zone euro. Le fait que près d'un quart de l'activité soit concentré sur le taux au comptant à dix ans, et que la deuxième part la plus importante concerne le taux au comptant à cinq ans présente un corollaire intéressant. Cela laisse penser que parmi les taux anticipés des *swaps* indexés sur l'inflation, le taux à cinq ans dans cinq ans – qui fait l'objet d'une grande attention sur le marché – est également le taux le plus soutenu par l'activité sous-jacente. De plus, au lieu de diminuer mécaniquement en liaison avec l'échéance, l'activité demeure importante à plusieurs échéances à plus long terme le long de la courbe au comptant, par exemple pour les échéances à 15, 20 et 30 ans. Dans le contexte de l'analyse de banque centrale, cela est considéré comme rassurant, dans la mesure où les taux à plus long terme des *swaps* indexés sur l'inflation sont moins affectés par des chocs transitoires à court terme et peuvent ainsi fournir des indications plus exactes sur les anticipations d'inflation « stationnaires » des investisseurs.

Graphique 5

Activité sur les *swaps* indexés sur l'inflation mesurée par l'IPCHxT de la zone euro, par échéance



Sources : Données EMIR et calculs de la BCE.

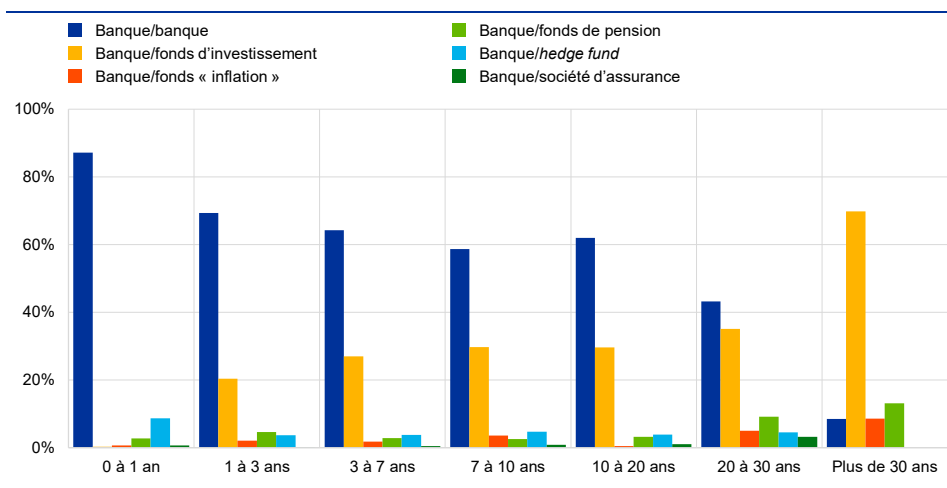
Notes : Les données se rapportent à mi-2019. Les parts relatives à l'activité sont fondées sur la moyenne de quatre mesures qui a) prennent en compte le nombre de transactions ou le montant notionnel concerné et b) définissent la durée comme correspondant soit à la date d'échéance moins la date effective soit à la date d'échéance moins la date d'exécution. La rubrique « Autres » se rapporte aux échéances non présentées dans le graphique.

L'activité sectorielle présente des différences importantes selon les échéances : les *hedge funds* sont relativement actifs sur la partie à très court terme de la courbe, tandis que les fonds de pension affichent une activité supérieure à la moyenne sur les segments à long terme et à très long terme.

Le graphique 6 classe les transactions en différentes tranches d'échéance au lieu de mettre l'accent sur des échéances particulières précises. Il présente également des paires de secteurs impliquant des banques pour au moins l'un des côtés de la transaction. Cela résulte du rôle prépondérant joué par les banques sur le marché des *swaps* indexés sur l'inflation et du fait que l'activité représentée par les autres paires de secteurs est négligeable. Outre la mise en évidence de la prépondérance des transactions banque-banque et banque-fonds d'investissement pour les différentes tranches d'échéance, le graphique 6 fait apparaître une activité importante des *hedge funds* sur les échéances courtes. Cette observation est cohérente avec les informations tirées de la veille de marché, selon lesquelles certains *hedge funds* ont intensifié leurs efforts ces dernières années afin de prévoir l'inflation à court terme, puis effectué des opérations sur les marchés des *swaps* indexés sur l'inflation en se fondant sur ces prévisions. De plus, le fait que les fonds de pension soient proportionnellement sur-représentés sur les échéances égales ou supérieures à 20 ans corrobore l'idée selon laquelle ces acteurs utilisent le marché des *swaps* indexés sur l'inflation pour couvrir les engagements indexés sur l'inflation, en particulier ceux liés à des dispositifs à prestations définies.

Graphique 6

Parts des transactions sur *swaps* indexés sur l'IPCHxT de la zone euro pour une sélection de paires de secteurs, par échéances



Sources : Données EMIR et calculs de la BCE.

Notes : Les secteurs sont déterminés en utilisant la classification présentée dans la base de données EMIR, enrichie par une classification plus granulaire et après une vérification approfondie de la qualité des données. Par exemple, les fonds « inflation » sont identifiés comme des fonds d'investissement dont les noms et les descriptions laissent penser qu'ils sont fortement axés sur des rendements réels ou corrigés de l'inflation. Les parts sont fondées sur la moyenne de la part du nombre de transactions entre juin 2016 et janvier 2018 et de la part du montant notionnel concerné dans ces transactions. Les pourcentages totalisent 100 % pour chaque tranche d'échéance sur les six paires de secteurs présentées. Les données sont fondées sur les déclarations provenant de DTCC, qui est l'un des sept référentiels centraux déclarant dans le cadre du règlement EMIR actuellement autorisés par l'AEMF.

Les résultats montrent qu'il est important pour la BCE, lors de l'évaluation des anticipations d'inflation des investisseurs, d'examiner non seulement les profils d'évolution de l'activité globale tout au long de la courbe des *swaps* indexés sur l'inflation, mais également la composition sectorielle de l'activité sur les différents segments de cette courbe. Plus précisément, même si l'article a montré que l'activité sur les *swaps* indexés sur l'inflation de la zone euro à plus long terme (échéance à 15 ans ou au-delà) n'est pas négligeable par rapport aux échéances à plus court terme, l'analyse sectorielle indique qu'une part relativement importante de cette activité est liée aux fonds de pension. Dans la mesure où ces derniers utilisent souvent le marché des *swaps* indexés sur l'inflation pour se couvrir contre les variations de l'inflation, ils ont tendance à agir davantage comme des « preneurs de prix », notamment si on les compare aux *hedge funds* actifs sur la partie à court terme de la courbe des *swaps* indexés sur l'inflation, qui sont plus susceptibles d'exprimer des points de vue particuliers sur l'inflation future. Ainsi, lorsque la sensibilité au prix est également prise en compte, le contenu en information des taux des *swaps* indexés sur l'inflation à échéance plus longue peut être plus faible que suggéré par l'activité globale sur cette tranche d'échéance.

Dans l'ensemble, les données EMIR aident à mettre en évidence plusieurs caractéristiques structurelles intéressantes des marchés des *swaps* indexés sur l'inflation de la zone euro, laissant penser qu'une analyse plus approfondie fondée sur les données EMIR peut aider la BCE à mieux évaluer les évolutions futures sur ces marchés. Les conclusions présentées dans cette section sont en phase avec les données en provenance de la veille de marché. Cela conforte l'idée selon laquelle les données EMIR peuvent de fait compléter les autres informations et permettre leur recoupement en offrant une vue quantitative plus systématique. Les

extensions naturelles de l'analyse plus structurelle présentée ici suivent l'activité globale ou l'activité des différents groupes d'investisseurs au fil du temps, ainsi que selon les échéances. De plus, la richesse des données va au-delà des informations évoquées dans le présent article, couvrant notamment les prix auxquels les contreparties réalisent les transactions entre elles. Les données EMIR constituent par conséquent un ajout important à la boîte à outils dont dispose la BCE pour l'analyse des marchés des *swaps* indexés sur l'inflation de la zone euro.

5 Conclusions

Le présent article a montré comment les données EMIR peuvent être utilisées pour une analyse dépassant le domaine de la stabilité financière. Il présente des exemples fondés sur deux compartiments du marché des produits dérivés qui revêtent une importance particulière pour l'analyse de banque centrale : le marché des produits dérivés de taux d'intérêt et celui des produits dérivés indexés sur l'inflation.

Le premier exemple montre comment les données EMIR peuvent aider à déduire les anticipations des investisseurs pour les taux d'intérêt futurs.

Les indicateurs de positionnement développés permettent de savoir comment un groupe d'« investisseurs bien informés » se positionne sur le marché des contrats à terme *futures*, en prévision des évolutions futures des taux d'intérêt. Ces indicateurs quantitatifs peuvent compléter d'autres indicateurs, plus connus, tels que les taux anticipés ou les mesures tirées d'enquêtes. Cet article fournit un premier aperçu à partir de ces indicateurs quantitatifs ; cela étant une analyse plus approfondie des données peut contribuer à affiner ces indicateurs et également apporter un nouvel éclairage sur les informations contenues dans les taux d'intérêt anticipés, notamment dans les situations où les signaux fournis par les indicateurs de positionnement et par ceux fondés sur les prix ne sont pas totalement cohérents.

Le second exemple montre comment les données EMIR permettent d'avoir un premier aperçu systématique de l'activité de négociation sur les marchés des *swaps* indexés sur l'inflation de la zone euro. Cet exemple met en évidence plusieurs caractéristiques structurelles de ces marchés, qui peuvent fournir des informations précieuses et rapides sur les anticipations d'inflation des investisseurs. Globalement, les résultats confortent l'idée que les données EMIR peuvent compléter, et contribuer à recouper, des données plus qualitatives issues de la veille de marché concernant l'activité sur ces marchés. Par exemple, les données peuvent aider à évaluer le contenu en information des taux des *swaps* indexés sur l'inflation, tant pour les différentes échéances que sur la base de l'activité relative des différents types d'investisseurs. Les données peuvent par conséquent être considérées comme un ajout important à la boîte à outils analytique de la BCE.

En dépit des nombreux défis soulevés par le fait d'utiliser ces « *big data* », l'utilisation des données EMIR à la BCE et dans les banques centrales, plus généralement, est en augmentation. Le champ croissant des analyses fondées sur ces données souligne les avantages pour les décideurs de la déclaration des données

EMIR dans le cadre des mesures visant à accroître la transparence sur le marché des dérivés de gré à gré.

1 Introduction

En novembre 1999, le *Bulletin mensuel* de la BCE présentait un article consacré aux instruments juridiques de la Banque centrale européenne. Depuis qu'elle s'est vu confier la mission de supervision des établissements de crédit en 2014, la BCE a adopté un large éventail de nouveaux instruments juridiques et non juridiques dans le cadre de la surveillance prudentielle. Ces missions ont été confiées à la BCE par le règlement MSU ⁶², qui donne à la BCE compétence exclusive pour les exercer à l'égard de tous les établissements de crédit. Le règlement MSU établit des catégories spécifiques d'actes juridiques que la BCE peut adopter afin d'exercer ses missions dans le cadre de ce règlement. Le règlement MSU stipule également que les missions de surveillance prudentielle de la BCE doivent être exercées séparément des missions ayant trait à la politique monétaire. Le présent article décrit les instruments que la BCE a adoptés dans son rôle de superviseur bancaire ces dernières années.

La supervision des banques implique des modifications apportées à leur situation juridique, par exemple en raison de l'imposition de mesures prudentielles qui doivent être respectées comme une obligation légale, ou en accordant une autorisation pour une ligne de conduite que la banque ne serait sinon pas autorisée à adopter. Ces modifications de situation juridique peuvent seulement être mises en œuvre au moyen d'un instrument juridique contraignant. À cet effet, le droit primaire (principalement le traité sur le fonctionnement de l'Union européenne et les statuts du SEBC) et le droit dérivé (principalement le règlement MSU) fournissent une large palette d'instruments (dont certains répondent à la définition des actes juridiques) que la BCE peut adopter comme outils pour mener à bien ses missions de surveillance prudentielle.

Dans de nombreux cas, toutefois, il peut être utile pour la BCE – ou, au demeurant, toute autre autorité de surveillance – de fournir des instruments qui se distinguent des actes juridiques contraignants. Des instruments de ce type peuvent, par exemple, être utilisés pour communiquer au public la position de la BCE sur une question, ou apporter des indications sur la façon dont elle entend utiliser ses pouvoirs de surveillance dans le futur.

Par conséquent, il existe une panoplie d'instruments à laquelle la BCE peut recourir dans le domaine de la supervision, reflet de la palette relativement large des activités prudentielles qu'elle exerce. Différentes sortes d'instruments peuvent être utiles pour différents objectifs. Le présent article s'efforce d'établir une forme de classement dans cette multitude d'instruments différents et de décrire leurs

⁶² Règlement (UE) n° 1024/2013 du Conseil du 15 octobre 2013 confiant à la Banque centrale européenne des missions spécifiques ayant trait aux politiques en matière de surveillance prudentielle des établissements de crédit (JO L 287, 29.10.2013, p. 63).

implications juridiques. La section 2 évoquera les actes juridiques de nature contraignante, tandis que la section 3 brossera un tableau des instruments et des documents juridiquement non contraignants, dont certains répondent à la définition d'actes juridiques en dépit de leur nature non contraignante. La section 4 abordera les difficultés soulevées pour opérer une répartition – pas toujours évidente – entre ces deux catégories, et la section 5 fera une synthèse et tirera quelques conclusions générales.

2 Actes juridiques contraignants et autres instruments juridiques

2.1 Remarques générales

L'article 4, paragraphe 3, du règlement MSU liste les instruments juridiques contraignants que la BCE a la possibilité d'adopter dans sa capacité de surveillance prudentielle. Cette liste n'a pas été créée de toutes pièces par les rédacteurs du règlement MSU, mais s'appuie plutôt sur le catalogue des actes juridiques relevant du droit primaire de l'Union en vertu de l'article 34.1 des statuts du SEBC ⁶³, qui liste les règlements, décisions, recommandations et avis ⁶⁴. En outre, le règlement MSU mentionne plusieurs autres instruments qui ne sont pas inclus dans le catalogue des actes juridiques relevant du droit primaire mais qui peuvent être adoptés de façon contraignante afin que la BCE exerce ses missions dans le cadre du règlement MSU.

À cet effet, il existe cinq grandes catégories d'instruments à disposition de la BCE : les règlements, les décisions, les orientations, les recommandations et les instructions aux ACN (mentionnés à l'article 9, paragraphe 1, alinéa 3, du règlement MSU et à l'article 22 du règlement-cadre MSU).

2.2 Règlements de la BCE

Les règlements de la BCE sont caractérisés par deux spécificités qu'ils partagent avec les règlements adoptés par le Parlement et le Conseil : ils s'appliquent de façon générale – et non au cas par cas – et ils sont directement applicables dans les États membres (de la zone euro pour les règlements de la BCE). En ce sens, le terme « règlement » employé à l'article 4, paragraphe 3, du règlement MSU est utilisé dans la même acception qu'aux articles 288, paragraphe 2 et 132, paragraphe 1, premier alinéa, TFUE et à

⁶³ Cela correspond, en substance, à l'article 132, paragraphe 1, TFUE, qui représente, lui-même, une spécification du catalogue général des actes juridiques de l'Union au sens de l'article 288 TFUE. Tous les actes juridiques listés dans ce dernier article ne sont pas repris dans l'article 132, paragraphe 1, TFUE et l'article 34.1 des statuts du SEBC ; en particulier, le fait d'avoir omis les directives manifeste clairement que la BCE n'est pas habilitée à adopter cette catégorie d'actes juridiques.

⁶⁴ Les avis de la BCE ne seront pas examinés plus en détail dans le présent article. Bien que les avis de la BCE puissent être adoptés en lien avec un projet de législation concernant la surveillance prudentielle des établissements de crédit, ils ne sont pas intrinsèquement liés à l'exercice des pouvoirs de surveillance de la BCE.

l'article 34.1, premier alinéa, des statuts du SEBC. Ils bénéficient également de la primauté du droit de l'Union et prévalent sur la législation nationale en cas de conflit. Toutefois, dans le domaine prudentiel la BCE n'a pas elle-même le rôle de législateur ; elle est – comme cela est explicitement indiqué à l'article 4, paragraphe 3, du règlement MSU – tenue par le « corpus réglementaire unique » (*single rulebook*). Ce dernier se compose de textes de « niveau 1 » adoptés par le Parlement et le Conseil, surtout la CRD IV (directive n° 2013/36/UE), la BRRD (directive n° 2014/59/UE), le CRR (règlement n° 575/2013), le règlement MSU (règlement n° 806/2014), ainsi que de textes de « niveau 2 ». Ces textes de « niveau 2 » se composent en grande partie de normes techniques de réglementation (RTS) élaborées par l'ABE sur le fondement de l'article 10 du règlement ABE et adoptées par la suite par la Commission sur le fondement de l'article 290 TFUE, au moyen d'une habilitation figurant dans un texte de niveau 1, et de normes techniques d'exécution (ITS) élaborées par l'ABE sur le fondement de l'article 15 du règlement ABE et adoptées par la suite par la Commission sur le fondement de l'article 291 TFUE, au moyen là encore d'une habilitation figurant dans un texte de niveau 1. De plus, il existe des cas où la Commission adopte des règlements délégués dans le domaine de la supervision bancaire directement sur le fondement de l'article 290 du TFUE et d'une habilitation figurant dans un texte de niveau 1 sans qu'il soit nécessaire de recourir à la procédure de projet de l'ABE prévue à l'article 10 du règlement ABE. Le règlement délégué (UE) n° 2015/61 de la Commission en est un exemple : sur le fondement de l'article 291 du TFUE et de l'article 460 du CRR, il définit le calcul du ratio de liquidité à court terme (*Liquidity coverage ratio* – LCR). Les normes techniques de réglementation et d'exécution et les règlements délégués de la Commission constituent la vaste majorité des textes de « niveau 2 » et sont adoptés sous forme de règlements, garantissant leur applicabilité directe dans toute l'Union. La BCE est mandatée pour appliquer ces actes et elle ne peut pas les modifier ou s'en écarter ni adopter une nouvelle législation sous la forme de règlements à vocation générale non prévus dans les actes de niveau 1 ⁶⁵.

L'article 4, paragraphe 3, n'est pas, en lui-même, un fondement juridique suffisant pour l'adoption de règlements mais il présuppose plutôt un fondement juridique existant par ailleurs pour que la BCE puisse agir. Il se contente d'indiquer que, en principe, les règlements sont aussi un acte juridique autorisé que la BCE peut utiliser dans le domaine de la supervision bancaire. Un exemple de l'action de la BCE au titre de sa capacité réglementaire est le règlement n° 2016/445, dans lequel la BCE a exercé les options et facultés prévues dans le droit de l'Union, applicable directement dans les États membres participant au MSU, à l'exception des États membres engagés dans une coopération rapprochée. La BCE a pu exercer ces options et facultés seulement lorsqu'elles sont confiées non aux États membres mais à l'autorité compétente – un rôle qui, en vertu de l'article 9, paragraphe 1, du règlement MSU, est désormais exercé par la BCE pour les établissements importants. Un autre exemple est l'article 6, paragraphe 7, qui autorise l'adoption de règlements établissant un cadre afin d'organiser les modalités

⁶⁵ Les règlements de la BCE apparaîtraient alors comme des « actes réglementaires » par opposition aux « actes législatifs » dans la dichotomie développée par la jurisprudence relative à l'article 263, paragraphe 4, du TFUE. Cf. l'affaire C-583/11 P Inuit Tapiriit Kanatami e.a. contre le Parlement et le Conseil, ECLI:EU:C:2013:625.

pratiques de mise en œuvre de l'interaction entre la BCE et les ACN dans le cadre du MSU et qui a été utilisé, surtout, pour le règlement-cadre MSU (règlement (UE) n° 468/2014). Ces exemples montrent que des parallèles peuvent être établis avec la compétence de la BCE en matière d'adoption de règlements dans le domaine de la politique monétaire. La BCE ne peut là encore adopter de règlements que dans les domaines spécifiques de la politique monétaire, à la différence du législateur de l'UE qui, une fois qu'il en a reçu la compétence, est habilité de manière générale à choisir l'instrument juridique le plus approprié à adopter ⁶⁶. Dans le cas des règlements de la BCE, la publication dans le Journal officiel de l'UE est obligatoire pour qu'ils entrent en vigueur (article 297, paragraphe 2, du TFUE et article 17.7 du règlement intérieur de la BCE).

2.3 Décisions de la BCE

Différentes catégories de « décisions »

Comme dans le reste du Traité, le mot « décision » a trois connotations différentes :

- Premièrement, et c'est le sens le plus strict, le terme est utilisé dans la même acception qu'aux articles 288, paragraphe 4 et 132, paragraphe 1, deuxième alinéa, du TFUE et à l'article 34.1, deuxième alinéa, des statuts du SEBC. En d'autres termes, il décrit un acte destiné à produire des effets juridiques qui sont spécifiques à un cas et quelquefois limités à des destinataires spécifiques, et non applicables de façon générale – c'est ce qui constitue la principale différence par rapport à un règlement. Il s'agit là du sens du mot « décision » qui est l'objet de la présente discussion.
- Deuxièmement, le terme est utilisé à l'article 26, paragraphe 8, du règlement MSU pour décrire le processus de décision au sein du MSU. Dans cette acception, « décision » est le terme générique qui recouvre tout acte qui doit être adopté par le Conseil des gouverneurs de la BCE sur proposition du conseil de surveillance prudentielle. Cette procédure de décision s'applique à toutes les mesures supposant une évaluation liée à l'exercice des missions confiées à la BCE par le règlement MSU, à moins qu'un pouvoir de décision ait été délégué à des responsables de secteurs au sein de la BCE – là encore, par le Conseil des gouverneurs sur proposition du conseil de surveillance prudentielle, auquel l'acte adopté dans le cadre de la délégation est attribué. Ce deuxième sens inclut toutes les décisions visées au premier point, mais va bien au-delà ; l'adoption d'un règlement de la BCE dans le domaine de la surveillance prudentielle, par exemple, serait également une « décision » prudentielle dans cette acception.

⁶⁶ Cette différence est perceptible dans le domaine des billets et pièces : si les règles relatives aux pièces sont adoptées sous la forme d'un règlement, les règles relatives à la reproduction des billets de banque doivent être adoptées par l'intermédiaire d'une décision, les statuts ne permettant pas à la BCE d'adopter des règlements dans le domaine des billets de banque.

- Enfin, dans un sens le plus large possible et le plus proche de l'usage courant non technique, le mot « décision » est, au sein de la BCE, parfois également utilisé pour toute sorte de résolution prise par des organes de la BCE. Ces « décisions » n'ont pas nécessairement besoin d'avoir un effet juridique à l'égard des parties extérieures à la BCE, mais elles sont contraignantes pour l'institution et l'organe qui les a adoptées. Par exemple, certaines lettres aux banques sont décidées par le conseil de surveillance prudentielle de la BCE lors de ses réunions sans que ces lettres soient envoyées selon une procédure de non-opposition. De telles « décisions » sur la formulation des lettres envoyées aux banques ne sont pas des actes juridiques (et pas non plus des « décisions » au sens visé ici) mais plutôt des instruments permettant l'exécution des missions prudentielles (article 26, paragraphe 1, du règlement MSU).

Comme indiqué précédemment, le premier sens du mot « décision », celui qui correspond aux articles 288, paragraphe 4 et 132, paragraphe 1, deuxième alinéa, du TFUE, est le sens qui fera l'objet de la présente discussion. Dans cette acception, une décision est caractérisée par son effet juridique contraignant, caractéristique qu'elle a en commun avec un règlement. La principale différence entre les deux tient à leur champ d'application. Alors que les règlements sont applicables de façon générale, les décisions sans destinataires s'appliquent seulement à un objet spécifique. Les décisions, en outre, se déclinent sous deux formes, soit comme des décisions indiquant des destinataires spécifiques, soit comme des décisions sans destinataires mais traitant une question spécifique (cf. ci-après) ⁶⁷.

Décisions indiquant des destinataires

Une décision indiquant des destinataires doit mentionner ces destinataires sans ambiguïté et est contraignante uniquement pour eux. Pour cette raison, c'est la forme usuelle d'acte juridique utilisée par la BCE pour exercer sa surveillance prudentielle dans des affaires particulières précises. Les mesures prudentielles imposant des exigences aux entités soumises à la surveillance prudentielle, ou à l'inverse leur accordant une autorisation requise dans le droit applicable, par exemple, prennent quasiment toujours la forme d'une décision indiquant un destinataire. Pour cette raison, elle peut être assimilée à des formes d'actes juridiques pris au cas par cas, juridiquement contraignants dans les systèmes de droit administratif nationaux, comme le *Verwaltungsakt* en Allemagne, l'*acte administratif* en France, ou le *Bescheid* en Autriche. En raison de sa nature juridiquement contraignante, la décision indiquant un destinataire est susceptible de recours devant les tribunaux de l'Union, généralement par le biais d'une action en annulation en vertu de l'article 263 du TFUE. Les destinataires désignés sont automatiquement habilités à agir dans ce type d'action, tandis que les non-destinataires (non privilégiés) ne peuvent agir que s'ils

⁶⁷ Depuis le traité de Lisbonne cette distinction a été explicitement codifiée dans l'article 288, paragraphe 4, du TFUE, mais, même avant, il s'agissait d'une pratique courante.

réussissent à démontrer qu'ils sont affectés directement et individuellement par la décision. Ces décisions doivent faire l'objet d'une notification à leurs destinataires ⁶⁸.

Décisions sans destinataires désignés

La décision sans destinataire est également contraignante, mais elle ne peut pas servir à affecter directement la situation juridique d'une partie donnée, comme l'entité soumise à la surveillance prudentielle, ce qui nécessiterait qu'une décision désigne spécifiquement l'entité concernée. Il s'agit là de la forme juridique appropriée pour caractériser, avec effet juridique, un cas qui a des implications au-delà de la situation d'une partie donnée tout en établissant des règles contraignantes pour la BCE dans la conduite de certaines missions. Elle est souvent utilisée pour mettre en place des dispositions organisationnelles juridiquement solides, par exemple la commission administrative de réexamen et son fonctionnement ou la séparation interne entre les missions de surveillance prudentielle et de politique monétaire de la BCE (cf. ci-après). Il existe, toutefois, un certain recoupement avec le champ d'application des règlements, la seule différence étant la nature contraignante au niveau interne des décisions sans destinataires désignés.

La BCE a déjà adopté plusieurs décisions de ce type sans destinataires désignés dans le cadre du MSU, dont certaines ont été publiées au Journal officiel. La liste ci-dessous montre que la majeure partie de ces décisions est de nature institutionnelle.

- Une décision relative à la mise en place d'une commission administrative de réexamen ⁶⁹.
- Une décision modifiant le règlement intérieur de la BCE compte tenu des missions de surveillance prudentielle de la BCE ⁷⁰.
- Une décision concernant la coopération rapprochée avec les autorités compétentes nationales des États membres participants dont la monnaie n'est pas l'euro ⁷¹.
- Une décision concernant la nomination des représentants de la BCE au conseil de surveillance prudentielle ⁷².

⁶⁸ Cette obligation découle également de l'article 17a.4 du règlement intérieur de la BCE. Outre les destinataires, et conformément à l'article 24, paragraphe 5, du règlement MSU, les personnes que la décision « concerne directement et individuellement » peuvent également demander une révision de la décision.

⁶⁹ Décision de la BCE du 14 avril 2014 concernant la mise en place d'une commission administrative de réexamen et ses règles de fonctionnement (BCE/2014/16), (JO L 175, 14.06.2014, p. 47).

⁷⁰ Décision (UE) 2016/1717 de la BCE du 21 septembre 2016 modifiant la décision BCE/2004/2 portant adoption du règlement intérieur de la BCE (BCE/2016/27), (JO L 258, 24.09.2016, p. 17).

⁷¹ Décision de la BCE du 31 janvier 2014 concernant la coopération rapprochée avec les autorités compétentes nationales des États membres participants dont la monnaie n'est pas l'euro (BCE/2014/5), (JO L 198, 05.07.2014, p. 7).

⁷² Décision de la BCE du 6 février 2014 concernant la nomination des représentants de la BCE au conseil de surveillance prudentielle (BCE/2014/4), (JO L 196, 03.07.2014, p. 38).

- Des décisions relatives à la fourniture à la BCE des données prudentielles déclarées aux autorités compétentes nationales ⁷³.
- Une décision relative à la mise en œuvre de la séparation des fonctions de politique monétaire et de surveillance prudentielle ⁷⁴.
- Une décision relative à l'accès du public aux documents de la BCE en possession des autorités compétentes nationales ⁷⁵.
- Une décision sur la divulgation d'informations confidentielles dans le cadre d'enquêtes pénales ⁷⁶.
- Une décision relative aux principes de l'évaluation de la performance des sous-coordonneurs des autorités compétentes nationales ⁷⁷.

⁷³ Décision de la BCE du 2 juillet 2014 concernant la fourniture à la BCE des données prudentielles déclarées aux autorités compétentes nationales par les entités soumises à la surveillance prudentielle conformément au règlement d'exécution (UE) n° 680/2014 de la Commission (BCE/2014/29), (JO L 214, 19.07.2014, p. 34) ; décision (UE) 2017/1493 de la BCE du 3 août 2017 modifiant la décision BCE/2014/29 concernant la fourniture à la BCE des données prudentielles déclarées aux autorités compétentes nationales par les entités soumises à la surveillance prudentielle conformément au règlement d'exécution (UE) n° 680/2014 de la Commission (BCE/2017/23), (JO L 216, 22.08.2017, p. 23) ; et décision (UE) 2017/1198 de la BCE du 27 juin 2017 relative à la déclaration des plans de financement des établissements de crédit par les autorités compétentes nationales à la BCE (BCE/2017/21), (JO L 172, 05.07.2017, p. 32).

⁷⁴ Décision de la BCE du 17 septembre 2014 relative à la mise en œuvre de la séparation des fonctions de politique monétaire et de surveillance prudentielle de la BCE (BCE/2014/39), (JO L 300, 18.10.2014, p. 57).

⁷⁵ Décision (UE) 2015/811 de la BCE du 27 mars 2015 relative à l'accès du public aux documents de la BCE en possession des autorités nationales compétentes (BCE/2015/16), (JO L 128, 23.05.2015, p. 27).

⁷⁶ Décision (UE) 2016/1162 de la BCE du 30 juin 2016 sur la divulgation d'informations confidentielles dans le cadre d'enquêtes pénales (BCE/2016/19), (JO L 192, 16.07.2016, p. 73).

⁷⁷ Décision (UE) 2017/274 de la BCE du 10 février 2017 fixant les principes de l'évaluation de la performance des sous-coordonneurs des autorités compétentes nationales et abrogeant la décision (UE) 2016/3 (BCE/2017/6), (JO L 40, 17.02.2017, p. 72).

- Des décisions relatives à la délégation de certains pouvoirs de décision liés aux missions de surveillance prudentielle ⁷⁸.

2.4 Instructions et orientations de la BCE

Les autorités compétentes nationales sont chargées d'assister la BCE, le cas échéant, dans la préparation et la mise en œuvre de tous les actes relatifs aux missions de surveillance prudentielle de la BCE. À cet effet, le règlement MSU attribue à la BCE le pouvoir d'adopter des orientations et instructions adressées aux autorités compétentes nationales.

Ces orientations et instructions ne sont pas des actes juridiques (elles ne figurent pas dans le catalogue des actes juridiques définis à l'article 132, paragraphe 1, du TFUE et à l'article 34.1 des statuts du SEBC), mais ce sont des instruments juridiques qui s'imposent aux autorités compétentes nationales auxquelles ils sont destinés.

Plus précisément, les instructions de la BCE se présentent sous la forme de deux variantes. Elles peuvent être spécifiques à un cas particulier ou générales, c'est-à-dire liées non à un cas en particulier mais à un sujet précis et applicables à tous les cas futurs ayant trait à ce sujet.

Les instructions de la BCE spécifiques à une affaire

Les instructions spécifiques à un cas particulier imposent à l'autorité compétente nationale d'adopter une ligne de conduite précise concernant un cas particulier. L'instruction peut, surtout, imposer l'adoption d'une décision nationale ou d'un autre acte administratif par l'autorité compétente nationale, faisant usage d'un pouvoir dont elle dispose (mais pas la BCE) conformément au droit national en vigueur. Ces instructions, qui sont comparables aux instructions intra-Eurosystème visées à l'article 14.3 des statuts du SEBC dans le domaine de la politique monétaire, trouvent leur fondement juridique dans l'article 9, paragraphe 1, troisième sous-paragraphe, du règlement MSU, comme cela est indiqué plus précisément à l'article 22 du règlement-cadre MSU. La BCE peut également adopter

⁷⁸ Décision (UE) 2017/933 de la BCE du 16 novembre 2016 relative à un cadre général de délégation des pouvoirs de décision pour des instruments juridiques concernant les missions de surveillance prudentielle (BCE/2016/40), (JO L 141, 01.06.2017, p. 14) ; décision (UE) 2017/934 de la BCE du 16 novembre 2016 relative à la délégation de décisions concernant l'importance d'entités soumises à la surveillance prudentielle (BCE/2016/41), (JO L 141, 01.06.2017, p. 18) ; décision (UE) 2017/935 de la BCE du 16 novembre 2016 relative à la délégation du pouvoir d'adopter des décisions sur l'honorabilité, les connaissances, les compétences et l'expérience et à l'évaluation des exigences d'honorabilité, de connaissances, de compétences et d'expérience (BCE/2016/42), (JO L 141, 01.06.2017, p. 21) ; décision (UE) 2017/936 de la BCE du 23 mai 2017 désignant les responsables de service habilités à adopter des décisions déléguées sur l'honorabilité, les connaissances, les compétences et l'expérience (BCE/2017/16), (JO L 141, 01.06.2017, p. 26) ; décision (UE) 2018/228 de la BCE du 13 février 2018 modifiant la décision (UE) 2017/936 désignant les responsables de service habilités à adopter des décisions déléguées sur l'honorabilité, les connaissances, les compétences et l'expérience (BCE/2018/6), (JO L 43, 16.02.2018, p. 18) ; décision (UE) 2018/546 de la BCE du 15 mars 2018 relative à la délégation du pouvoir d'adopter des décisions en matière de fonds propres (BCE/2018/10), (JO L 90, 06.04.2018, p. 105) ; décision (UE) 2018/547 de la BCE du 27 mars 2018 désignant les responsables de service habilités à adopter des décisions déléguées en matière de fonds propres (BCE/2018/11), (JO L 90, 06.04.2018, p. 110).

des instructions adressées à l'autorité compétente nationale d'un État membre engagé dans une coopération rapprochée au sens de l'article 7, paragraphe 1, du règlement MSU. Les instructions s'imposent à l'autorité compétente nationale à laquelle elles sont destinées ; cela peut être déduit du terme « exiger » dans le fondement juridique cité, ce qui indique la création d'une obligation contraignante. Elles doivent être notifiées à leurs destinataires (article 17a.3 du règlement intérieur de la BCE).

Instructions générales de la BCE

En outre, les instructions peuvent être générales (non liées à un cas particulier mais plutôt à un sujet), applicables dans toutes les affaires futures où la question régie par l'instruction se pose. Dans ce cas, l'instruction est de nature générale. Ces instructions générales, normalement destinées seulement à une ACN, renferment le cadre général et les principales règles applicables par les autorités compétentes nationales.

L'article 6, paragraphe 5, point a, du règlement MSU habilite explicitement la BCE à adopter des instructions générales encadrant la supervision des établissements moins importants par les autorités compétentes nationales.

Cette habilitation est conforme au principe selon lequel l'exercice de missions de surveillance prudentielle spécifiques concernant les établissements moins importants relève de la responsabilité des autorités compétentes nationales, y compris l'adoption de décisions prudentielles, à l'exception de l'agrément et du régime de participation qualifiée (article 6, paragraphe 6, du règlement MSU). La BCE exerce une surveillance générale sur le fonctionnement du système (article 6, paragraphe 5, point c, du règlement MSU) mais n'intervient pas dans les cas particuliers, à cette réserve près qu'elle peut reprendre la supervision directe entièrement si nécessaire (article 6, paragraphe 5, point b, du règlement MSU). Le règlement MSU n'autorise donc la BCE qu'à formuler des instructions spécifiques à un cas particulier à l'égard d'établissements importants pour lesquels elle est directement compétente, ou dans le cas de la coopération rapprochée, tout en se limitant aux instructions générales pour les établissements moins importants. Néanmoins, dans leur champ d'application les instructions générales s'imposent également aux autorités compétentes nationales auxquelles elles sont destinées ; ce ne sont pas juste des instruments juridiques non contraignants (*soft law*). Elles peuvent ainsi être considérées comme une représentation de l'idée, soulignée par la Cour de justice européenne, que la BCE s'est vue conférer des compétences exclusives concernant les missions listées à l'article 4, paragraphe 1, du règlement MSU pour la surveillance prudentielle des établissements moins importants également, et que les activités des autorités compétentes nationales à cet égard représentent une assistance qu'elles apportent à la BCE plutôt que l'exercice d'une compétence essentiellement nationale ⁷⁹.

Les orientations de la BCE, qui sont destinées à toutes les autorités compétentes nationales, sont également de nature générale plutôt que

⁷⁹ Cour de justice, Arrêt du 8 mai 2019, Affaire C-450/17 P Landeskreditbank Baden-Württemberg - Förderbank contre Banque centrale européenne, ECLI:EU:C:2019:372, paragraphes 38-41.

spécifique à un cas particulier, mais s'imposent néanmoins à leurs

destinataires. La démarcation entre instructions générales et orientations n'est donc pas facile à établir, et l'expérience pratique dans l'adoption des instructions générales est limitée. Toutefois, l'argument peut être avancé que la principale différence réside dans le fait que les orientations sont de nature quasi-réglementaire. Même si elles n'imposent pas d'obligations directement sur des tiers autres que les autorités compétentes nationales (surtout pas sur les établissements de crédit), elles régissent un domaine particulier de manière générale, s'appliquant à toutes les autorités compétentes nationales et définissant de manière théorique ce qu'impliquent les performances des activités régies par ces orientations. Les instructions générales, en revanche, peuvent concerner une autorité compétente nationale ou un sous-groupe de ces autorités et en réponse à un sujet prudentiel précis, comme l'urgence à agir, qui a émergé, mais s'appliquent à tous les établissements moins importants soumis à la surveillance prudentielle de ces autorités et qui se trouvent dans la situation envisagée par l'instruction générale.

La BCE a adopté et publié à ce jour plusieurs orientations BCE :

- Orientation (UE) 2015/856 de la BCE du 12 mars 2015 établissant les principes d'un cadre d'éthique professionnelle pour le mécanisme de surveillance unique (BCE/2015/12) (JO L 135, 2.6.2015, p. 29) ⁸⁰.
- Orientation (UE) 2016/256 de la BCE du 5 février 2016 relative à l'élargissement des règles communes et normes minimales de protection de la confidentialité des informations statistiques, collectées par la BCE assistée par les banques centrales nationales, aux autorités compétentes nationales des États membres participants et à la Banque centrale européenne dans ses fonctions de surveillance prudentielle (BCE/2016/1), (JO L 47, 24.02.2016, p. 16).
- Orientation (UE) 2016/1993 de la BCE du 4 novembre 2016 définissant les principes applicables à la coordination de l'évaluation prévue par le règlement (UE) n° 575/2013 du Parlement européen et du Conseil et au suivi des systèmes de protection institutionnels comprenant des établissements importants et des établissements moins importants (BCE/2016/37), (JO L 306, 15.11.2016, p. 32).
- Orientation (UE) 2016/1994 de la BCE du 4 novembre 2016 concernant l'approche retenue pour la reconnaissance des systèmes de protection institutionnels à des fins prudentielles par les autorités compétentes nationales conformément au règlement (UE) n° 575/2013 du Parlement européen et du Conseil (BCE/2016/38), (JO L 306, 15.11.2016, p. 37).
- Orientation (UE) 2017/697 de la BCE du 4 avril 2017 relative à l'exercice des options et facultés prévues par le droit de l'Union par les autorités compétentes

⁸⁰ À la différence des autres instructions de cette liste, cette orientation précise a été adoptée sur le fondement d'une procédure de décision spéciale visée à l'article 6, paragraphe 7, du règlement MSU, et non de la procédure de non-opposition visée à l'article 26, paragraphe 8, du règlement MSU qui est la procédure habituelle pour l'adoption d'instruments dans le domaine de la supervision bancaire. Cela se justifie par le fait que la procédure de non-opposition ne s'applique pas au cadre général dans lequel les décisions prudentielles sont prises, comme le cadre organisationnel auquel il est fait référence dans l'article 6, paragraphe 7, du règlement MSU ; cf. le considérant n° 6 de la décision BCE/2014/1.

nationales à l'égard des établissements moins importants (BCE/2017/9), (JO L 101, 13.04.2017, p. 156).

Dans tous les cas, il est impératif de distinguer entre les orientations de la BCE et celles émises par l'ABE en vertu de l'article 16 du règlement ABE (règlement (UE) n° 1093/2010). En dépit de l'utilisation du même libellé, ces orientations de l'ABE ne sont pas juridiquement contraignantes ; ce sont des instruments de *soft law* destinées par l'ABE aux autorités compétentes (la BCE étant l'une d'entre elles) qui ont seulement une obligation d'appliquer ou expliquer (*comply or explain*).

Les orientations de la BCE, de même que les instructions générales, n'étant pas destinées aux établissements de crédit, elles ne peuvent pas avoir d'effet juridique contraignant sur ces établissements. Elles s'imposent, toutefois, aux autorités compétentes nationales. En outre, et conformément au principe d'interprétation harmonieuse, on peut supposer que les autorités compétentes nationales non seulement mettent en œuvre fidèlement les orientations mais également interprètent et appliquent leur droit national respectif d'une manière qui permette d'optimiser ces orientations. Il n'existe pas dans le droit de l'Union d'obligations à publier les orientations de la BCE ; elles doivent seulement être notifiées à leurs destinataires (article 17a.2 du règlement intérieur de la BCE pour les orientations adoptées en vertu des articles 4, paragraphe 3 et 6, paragraphe 5, point a, du règlement MSU et article 17.2 du règlement intérieur de la BCE pour les orientations adoptées sur des fondements juridiques différents). Toutefois, conformément à l'obligation de transparence des institutions publiques de l'UE, la BCE a publié certaines des orientations BCE qui présentent un intérêt pour le grand public. Par suite, cela renforce la transparence des activités de la supervision bancaire européenne.

3 Actes juridiques, instruments et documents non contraignants

3.1 Remarques générales

Outre les actes juridiques et les instruments contraignants décrits ci-dessus, la BCE peut également rendre public tout instrument ou document non contraignant aux fins d'une plus grande transparence pour les entités soumises à surveillance et pour le grand public. Ce faisant, la BCE garantit que ces instruments ne sont pas perçus comme exerçant un effet contraignant sur des tiers. Il est précisé que les instruments et les documents relatifs à la politique monétaire publiés sur le site internet de la BCE, s'ils n'imposent aucune obligation à des tiers, contraignent toutefois la BCE et créent dès lors des attentes légitimes sur la façon dont la fonction de contrôle bancaire européen exerce ses missions de surveillance prudentielle, obligeant dès lors la BCE à agir en conséquence ⁸¹.

⁸¹ Cf. par exemple l'affaire T-374/04 Allemagne contre Commission, paragraphe 111.

3.2 Les recommandations de la BCE

Les recommandations de la BCE sont des actes juridiques sans effet contraignant. Elles sont normalement adoptées par le Conseil des gouverneurs ⁸². Les recommandations de la BCE peuvent être publiées au Journal officiel, dans ce cas elles sont publiées dans toutes les langues officielles de l'UE.

Il existe deux types de recommandations de la BCE.

Premièrement, les recommandations de la BCE peuvent être des instruments par lesquels la BCE recommande des procédures législatives au niveau de l'Union, conduisant à la promulgation de nouveaux textes de loi. Bien que des recommandations de ce type puissent être adoptées en lien avec la législation relative aux missions de surveillance prudentielle de la BCE, cette contribution à l'activité législative n'est pas intrinsèquement liée à l'exercice des pouvoirs de surveillance de la BCE ⁸³.

Deuxièmement, la BCE peut également utiliser ses recommandations pour préconiser des mesures. Dans le cadre de l'exécution de ses missions de surveillance prudentielle, la BCE a fait usage de ce type de recommandations à plusieurs occasions afin de fournir aux établissements de crédit une série de recommandations concernant les politiques de distribution de dividendes ⁸⁴. À ce jour, la distribution des dividendes est le seul sujet sur lequel la BCE a émis des recommandations destinées à tous les établissements de crédit. La BCE s'est également adressée aux autorités compétentes nationales dans une recommandation relative aux spécifications communes afférentes à l'exercice, par les autorités compétentes nationales, de certaines options et facultés prévues par le droit de l'Union s'agissant des établissements moins importants ⁸⁵. Toutes les recommandations de la BCE mentionnées ci-dessus ont été publiées au Journal officiel.

⁸² L'article 17.4 du règlement intérieur de la BCE indique que, dans les domaines relevant de leurs compétences respectives, le Conseil des gouverneurs ou le Directoire arrête les décisions et les recommandations de la BCE, qui sont signées par le président.

⁸³ La BCE a adopté une recommandation relative à un règlement du Conseil modifiant le règlement (CE) n° 2532/98 concernant les pouvoirs de la BCE en matière de sanctions (BCE/2014/19), (JO C 144, 14.05.2014, p. 2).

⁸⁴ Recommandation de la Banque centrale européenne du 28 janvier 2015 relative aux politiques de distribution de dividendes (BCE/2015/2) (JO C 51, 13.02.2015, p. 1) ; recommandation de la BCE du 17 décembre 2015 relative aux politiques de distribution de dividendes (BCE/2015/49), (JO C 438, 30.12.2015, p. 1) ; recommandation de la BCE du 13 décembre 2016 relative aux politiques de distribution de dividendes (BCE/2016/44) (JO C 481, 23.12.2016, p. 1) ; recommandation de la BCE du 28 décembre 2017 relative aux politiques de distribution de dividendes (BCE/2017/44) (OJ C 8, 11.01.2018, p. 1) ; et recommandation de la BCE du 7 janvier 2019 relative aux politiques de distribution de dividendes (BCE/2019/1) (JO C 11, 11.01.2019, p. 1).

⁸⁵ Recommandation de la Banque centrale européenne du 4 avril 2017 relative aux spécifications communes afférentes à l'exercice de certaines options et facultés prévues par le droit de l'Union par les autorités compétentes nationales à l'égard des établissements moins importants (BCE/2017/10), (JO C 120, 13.04.2017, p. 2).

3.3 Les obligations d'information sur le contrôle prudentiel

La directive 2013/36/UE⁸⁶ exige des autorités compétentes responsables du contrôle bancaire de publier le texte des dispositions législatives, réglementaires et administratives et les orientations générales adoptées dans leur État membre en matière d'exigences prudentielles, ainsi que les modalités d'exercice des options et facultés prévues par le droit de l'Union, les critères généraux et méthodes du processus de contrôle et d'évaluation prudentiels (*Supervisory Review and Evaluation Process – SREP*) et des données statistiques agrégées sur les principaux aspects de la mise en œuvre du contrôle prudentiel. Conformément à cela, la BCE publie sur son site internet consacré au contrôle bancaire des informations concernant les règles et les orientations, les options et les facultés discrétionnaires, le SREP et les données statistiques agrégées.

La BCE applique l'ensemble des dispositions pertinentes du droit de l'Union ainsi que les lois et les dispositions réglementaires les transposant dans les États membres dont la monnaie est l'euro ou dont la monnaie n'est pas l'euro mais qui ont instauré une coopération étroite. Compte tenu du nombre important de dispositions législatives et réglementaires pertinentes applicables, le site internet de la BCE renvoie au site internet de l'ABE pour les informations concernant ces lois et règlements. Sur son site internet, l'ABE établit la liste des législations et réglementations nationales adoptées par chaque État membre de l'UE pour mettre en œuvre les dispositions du CRD IV et des CRR, les règles administratives, qui donnent par exemple des instructions aux banques supervisées sur la façon de respecter les exigences législatives et réglementaires, et les orientations générales, par exemple les obligations de publication explicites dans le cadre du CRD IV ou toute autre information que les autorités de surveillance publient en vue d'accroître la compréhension du nouveau cadre d'adéquation des fonds propres. La BCE renvoie également au site de l'ABE s'agissant de la façon d'exercer les options et les facultés discrétionnaires disponibles dans le cadre du droit de l'Union. De plus, la BCE a adopté et publié sur son site internet un règlement et un guide relatifs à l'exercice des options et des facultés discrétionnaires prévus par le droit de l'Union⁸⁷.

La BCE a publié sur son site des informations spécifiques sur le SREP, pour les établissements importants et moins importants. Ces informations incluent des descriptions par année de la méthodologie utilisée pour le contrôle prudentiel et des données statistiques agrégées. La BCE publie également sur son site des données statistiques agrégées sur le secteur financier, le risque de marché, le risque opérationnel, les mesures prudentielles ainsi que les sanctions administratives et les dérogations.

⁸⁶ Directive 2013/36/UE du Parlement européen et du Conseil du 26 juin 2013 concernant l'accès à l'activité des établissements de crédit et la surveillance prudentielle des établissements de crédit et des entreprises d'investissement, modifiant la directive 2002/87/CE et abrogeant les directives 2006/48/CE et 2006/49/CE (JO L 176 du 27.06.2013, p. 338).

⁸⁷ Règlement (UE) 2016/445 de la BCE du 14 mars 2016 relatif à l'exercice des options et pouvoirs discrétionnaires prévus par le droit de l'Union (BCE/2016/4), (JO L 78, 24.03.2016, p. 60) et Guide de la BCE relatif aux options et facultés prévues par le droit de l'Union de novembre 2016.

3.4 Les documents relatifs à la politique monétaire

Outre la communication autour de ces instruments, généralement rendus publics dans le cadre des exigences de publication prudentielles, la BCE, dans un effort de transparence envers les entités soumises à la surveillance prudentielle et le grand public, publie également différents types de documents relatifs à la politique monétaire, qui ne constituent pas des actes juridiques et ne sont pas juridiquement contraignants pour les tiers, en vue de clarifier les pratiques et les attentes en matière de surveillance prudentielle et de garantir l'application homogène des normes de surveillance et l'égalité de traitement des entités soumises à la surveillance prudentielle. Ces documents relatifs à la politique monétaire portent différents noms, comme « Indications de politique monétaire », « Orientations », « Normes prudentielles communes », « Méthodologie », « Guide » ou « Lettre ». Il convient de distinguer ces documents des actes juridiques non contraignants de la BCE tels que les recommandations.

Outre les lettres adressées aux membres du Parlement européen soit par le président de la BCE soit par le président du Conseil de surveillance prudentielle, qui représentent plus de 160 lettres à ce jour, ces divers documents relatifs à la politique monétaire peuvent eux-mêmes être divisés en trois catégories : les guides, les rapports et les lettres aux dirigeants des établissements de crédit.

La BCE a publié des guides et des orientations sur un certain nombre de sujets.

Les guides visent généralement à garantir la cohérence entre les établissements de crédit importants et leur égalité de traitement, par exemple en précisant les détails des processus appliqués par la BCE dans l'exercice de ses missions prudentielles (cf. par exemple le Guide relatif à l'évaluation des demandes d'agrément, le Guide relatif aux modèles internes, le Guide relatif au processus interne d'évaluation de l'adéquation de la liquidité (*Internal liquidity adequacy assessment process* – ILAAP), le Guide relatif au processus d'évaluation de l'adéquation du capital interne (*Internal capital adequacy assessment process* – ICAAP), le Guide relatif aux contrôles sur place et aux enquêtes sur les modèles internes et le Guide relatif à l'évaluation de l'honorabilité et de la compétence des dirigeants). De manière générale, la BCE fera usage de « guides » ou d'« orientations » lorsque son objectif de politique monétaire est de renforcer la transparence envers les établissements de crédit, soit sur la façon dont la BCE entend appliquer le droit pertinent de l'Union ou pour décrire les détails des processus appliqués par la BCE dans l'accomplissement de ses missions prudentielles, ainsi que la façon dont elle attend qu'une institution prudente agisse pour se conformer au droit pertinent de l'Union. La phase initiale du MSU étant passée, les futures publications de la BCE relatives à ses politiques prudentielles devraient de plus en plus souvent être intitulées « Guide » ou « Orientations ». Les guides ou les orientations ne peuvent et ne devraient pas viser à créer de nouvelles obligations ou exigences pour les établissements de crédit. De même, ces documents ne devraient pas exclure toute application différente du droit de l'Union pertinent dans des cas particuliers. Par conséquent, la formulation et le contexte, sa substance et l'intention de la BCE ne devraient produire aucun effet juridique sur les établissements de crédit.

La BCE publie également des rapports, tels que le Rapport relatif aux plans préventifs de rétablissement ⁸⁸, le Rapport relatif à l'examen thématique de l'efficacité de l'agrégation des données sur les risques et de la notification des risques ⁸⁹, l'Examen thématique de la rentabilité et des modèles d'activité du MSU ⁹⁰ ou le Rapport annuel de la BCE sur ses activités de surveillance prudentielle. Ces documents visent à informer le grand public des activités prudentielles menées par la BCE ou des enseignements tirés de ces activités. Ce type de documents est généralement de nature purement descriptive et suit une activité ou un exercice prudentiel spécifique. À l'exception notable du Rapport annuel de la BCE sur ses activités de surveillance prudentielle, ces rapports sont normalement produits une seule fois.

Enfin, la BCE publie les lettres adressées aux dirigeants des établissements de crédit, renforçant ainsi la transparence pour le grand public en matière de pratiques prudentielles existantes ou de missions prudentielles effectuées.

Habituellement, ces lettres aux dirigeants des établissements de crédit sont adressées à tous les établissements de crédit et contiennent des informations générales, non confidentielles pertinentes pour tous les établissements de crédit ou une large part d'entre eux. Ces lettres comprennent par exemple la « Lettre annonçant aux établissements le lancement du rapport de validation relatif aux modèles internes pour le risque de crédit » du 5 mars 2019, la « Lettre sur la politique en matière de rémunération variable » envoyée aux établissements de crédit sur une base plus ou moins annuelle et qui rappelle l'importance d'une politique de rémunération saine et demande que les établissements de crédit prennent en compte la législation future lors de la détermination de leurs politiques en la matière. Seules les lettres non confidentielles destinées aux établissements de crédit sont rendues publiques et généralement, seules celles qui sont destinées à l'ensemble de ces établissements ou pertinentes pour tous les établissements. Parfois, une lettre destinée à un établissement de crédit particulier est rendue publique, comme c'est le cas de la lettre adressée à Dexia le 27 novembre 2017 contenant une décision de la BCE permettant à Dexia Crédit Local S.A., sur la base de la situation consolidée de Dexia S.A., d'inclure dans le ratio de fonds propres de base de catégorie 1 les instruments émis à la suite de la conversion des actions de préférence en actions ordinaires. Les lettres adressées aux dirigeants peuvent ne contenir que des informations sur les publications à venir ou les exercices prudentiels. La lettre relative au Rapport de validation sur les modèles internes pour le risque de crédit du 5 mars 2019 ou la lettre contenant une mise à jour de la situation du TRIM : vue d'ensemble des résultats de l'examen des thèmes généraux et mise à jour provisoire des résultats préliminaires des enquêtes sur place relatives au risque de crédit du 15 juin 2018 en constituent des exemples.

Bien que la plupart des documents rendus publics par la BCE dans l'exercice de ses missions prudentielles puissent être classés dans l'une des grandes

⁸⁸ Rapport relatif aux plans préventifs de rétablissement de juillet 2018.

⁸⁹ Rapport relatif à l'examen thématique de l'efficacité de l'agrégation des données sur les risques et de la notification des risques de mai 2018.

⁹⁰ Examen thématique de la rentabilité et des modèles d'activité du MSU, Rapport sur les résultats de l'évaluation, septembre 2018.

catégories listées ci-dessus, ces documents ne correspondent pas tous parfaitement à l'une de ces catégories. L'Examen thématique de la rentabilité et des modèles d'activité du MSU de septembre 2018, qui est qualifié de « rapport » mais dans le même temps contient certaines attentes prudentielles, en est une parfaite illustration.

4 Distinguer les instruments contraignants des instruments non contraignants

Conformément à ses missions de supervision, la BCE doit exécuter la politique élaborée par le législateur de l'Union, la Commission et l'ABE. La BCE peut adopter les règlements requis pour organiser ou préciser les dispositions nécessaires à la poursuite des missions que lui confie le règlement MSU. La BCE ne peut en revanche adopter de règles d'application générale imposant des exigences prudentielles aux établissements de crédit. De même, la BCE ne peut réglementer des domaines que le législateur a, à ce stade, décidé de ne pas harmoniser, ni compléter le droit de l'Union quand cette dernière laisse des options et des facultés d'appréciation aux législateurs nationaux ou aux institutions financières elles-mêmes. Le pouvoir d'agir en adoptant des règles d'application générale pour ces questions revient au législateur de l'Union, ainsi qu'à la Commission et à l'ABE, le cas échéant, conformément aux Traités.

En pratique, la distinction entre les règles d'application générale d'une part et l'accroissement de la transparence sur l'application cohérente du droit de l'Union pertinent et de l'égalité de traitement, d'autre part, n'est pas toujours évidente. Par exemple, un guide précisant les attentes prudentielles relatives à la mise en œuvre d'une disposition spécifique dans le cadre du droit de l'Union peut être perçu comme contraignant par ses destinataires s'il n'indique pas explicitement que ces attentes seront toujours évaluées en tenant compte de toutes les circonstances pertinentes d'un cas individuel et ajustées le cas échéant. Il convient néanmoins de toujours établir cette distinction sur la base du contenu d'un document ainsi que de son intitulé, la jurisprudence de la Cour de justice européenne indiquant clairement que c'est le contenu d'un document et non sa forme ou sa désignation qui détermine son effet juridique et s'il peut être remis en question ⁹¹.

Ainsi, la distinction entre actes juridiquement contraignants contenant des exigences prudentielles d'une part et actes et documents juridiquement non contraignants d'autre part, doit être appliquée avec soin par la BCE lors de l'adoption d'actes juridiques ou de la publication de documents relatifs à la politique monétaire. Ce n'est pas uniquement une question de certitude juridique pour les destinataires d'un instrument mais cela peut également avoir une importance cruciale en matière de litiges, dans la mesure où la jurisprudence (notamment une

⁹¹ Cf. par exemple Commission contre Conseil des communautés européennes, 22/70, paragraphe 39 et Athinaïki Techniki contre Commission, Affaire C-521/06, paragraphes 43 et 45. Comme le Tribunal l'a rappelé dans son arrêt dans l'affaire T-496/11, paragraphe 30, Royaume-Uni contre BCE, la jurisprudence vise à éviter que la forme ou la dénomination assignées à un acte par son auteur puissent aboutir à le préserver du contrôle juridictionnel alors même qu'il produirait, en réalité, des effets de droit.

décision à l'encontre d'un document de la BCE relatif à la politique monétaire ⁹²) a clairement indiqué que les actes exerçant des effets juridiques sont susceptibles d'être soumis à des actions en annulation et peuvent impliquer une responsabilité de la part de la BCE, quelle que soit la façon dont leur intitulé est libellé.

Afin de déterminer si un acte exerce des effets juridiques, la formulation et le contexte de l'acte en question ⁹³ ainsi que son contenu sont examinés par la Cour de justice européenne ⁹⁴. Les mesures produisant des effets juridiques susceptibles d'affecter les intérêts d'un destinataire en altérant clairement sa situation juridique constituent des actes ou décisions attaquables par un recours en annulation, quel que soit leur titre, leur dénomination ou leur qualification ⁹⁵.

En outre, la Cour considère systématiquement que les effets juridiques contraignants d'une mesure doivent être évalués en fonction de critères objectifs, tels que le contenu de cette mesure ⁹⁶, en prenant en compte le cas échéant le contexte dans lequel elle a été adoptée ⁹⁷ et les pouvoirs de l'institution qui l'a adoptée ⁹⁸. Dans les cas extrêmes, cette évaluation objective peut conduire à une action en annulation recevable, même à l'encontre d'actes qui n'étaient pas subjectivement destinés à être contraignants par l'institution qui les avait adoptés ⁹⁹.

Dans ce contexte, la BCE, lorsqu'elle publie des documents non contraignants, que ce soit sous la forme d'actes juridiques (recommandations) ou de documents relatifs à la politique monétaire, doit s'assurer qu'ils ne peuvent pas être considérés comme juridiquement contraignants par les parties intéressées et qu'ils n'auront pas d'effets modifiant les droits juridiques d'un tiers. C'est particulièrement difficile dans le contexte actuel où les marchés ont une incidence sur les positions individuelles et réagissent aux communications BCE/MSU, même si elles ne sont pas destinées à être contraignantes mais constituent plutôt une clarification ou une annonce préliminaire de la politique qui sera mise en œuvre à l'avenir.

⁹² Arrêt du 23 avril 1986, Parti écologiste « Les Verts » contre Parlement, 294/83, ECLI:EU:C:1986:166. Arrêt du 4 mars 2015, T-496/11, Royaume-Uni contre BCE, ECLI:EU:T:2015:133.

⁹³ Cf. par exemple l'arrêt du 20 mars 1997, France contre Commission, C-57/95, EU:C:1997:164, paragraphe 18.

⁹⁴ Cf. par exemple les arrêts du 9 octobre 1990, France contre Commission, C-366/88, EU:C:1990:348, paragraphe 11 ; du 13 novembre 1991, France contre Commission, C-303/90, EU:C:1991:424, paragraphe 10 ; et du 20 mars 1997, France contre Commission, C-57/95, cité ci-dessus, paragraphe 9.

⁹⁵ Cf. entre autres l'arrêt du 11 novembre 1981 dans l'affaire 60/81 IBM contre Commission [1981] ECR 2639, paragraphe 12.

⁹⁶ Arrêt du 11 novembre 1981, C-60/81, IBM contre Commission ECLI:EU:C:1981:264, paragraphe 9 ; et arrêt du 20 mars 1997, C-57/95 France contre Commission, ECLI:EU:C:1997:164, paragraphe 9.

⁹⁷ Arrêt du 13 juin 1991, C-50/90, Sunzest contre Commission, ECLI:EU:C:1991:253, paragraphe 13, et arrêt du 26 janvier 2010, C-362/08 P, Internationaler Hilfsfonds contre Commission, ECLI:EU:C:2010:40, paragraphe 58.

⁹⁸ Arrêt du 1^{er} décembre 2005, C-301/03, Italie contre Commission, ECLI:EU:C:2005:727, paragraphe 28.

⁹⁹ Arrêt du 4 mars 2015, T-496/11, Royaume-Uni contre BCE, ECLI:EU:T:2015:133.

5 Conclusion

La BCE peut adopter un large éventail d'instruments juridiques dans l'exercice de ses missions prudentielles et a aussi régulièrement publié des actes non juridiques pour préciser encore sa position.

La BCE peut adopter un certain nombre d'actes juridiquement contraignants aux fins d'exercer ses pouvoirs de surveillance et ses facultés en matière prudentielle. La BCE dispose de certains pouvoirs réglementaires pour remplir ses missions prudentielles, mais elle ne peut les exercer que dans le périmètre que lui accorde le législateur ; elle ne peut légiférer pour modifier le corpus réglementaire unique ou s'en écarter, ni adopter de nouvelle législation sous la forme de règlements applicables généralement. En adoptant des actes ou des instruments juridiques ou en publiant des documents, la BCE peut, toutefois, restreindre son pouvoir discrétionnaire au regard du principe d'auto-engagement. Cependant, conformément à son mandat, la BCE doit adopter des décisions prudentielles individuelles destinées aux établissements de crédit et elle le fait de façon continue. De plus, la BCE a adopté des décisions sans destinataires, principalement pour continuer à organiser le fonctionnement du MSU. La BCE peut également adopter des actes juridiques non contraignants, qui se composent principalement de recommandations aux banques et aux ACN.

La publication de documents non contraignants relatifs à la politique monétaire visant à accroître la transparence en matière de pratiques et d'attentes prudentielles vis-à-vis des établissements de crédit constitue un outil important pour les superviseurs bancaires et également pour la BCE dans l'exercice de ses missions prudentielles. Ces documents relatifs à la politique monétaire ne sont pas des actes juridiques, il convient donc de les distinguer des recommandations. La BCE a rendu publics un grand nombre de documents relatifs à la politique monétaire sur son site internet et devrait continuer à utiliser cet outil indispensable et pratique. Étant donné qu'il peut n'y avoir qu'une frontière ténue entre adopter des règles d'application générale d'une part et accroître la transparence sur l'application homogène du droit de l'Union pertinent et de l'égalité de traitement, d'autre part, la BCE doit accorder toute l'attention nécessaire aux limites de tels documents et fournir les efforts adéquats pour être claire sur la nature non contraignante de sa position à cet égard. Les documents relatifs à la politique monétaire ne devraient pas sembler contenir de règles d'application générale, que ce soit dans leur intitulé ou leur contenu, dans la mesure où c'est le contenu d'un document et non son intitulé qui détermine son effet juridique et s'il peut être remis en question.

Statistiques

Table des matières

1 Environnement extérieur	S 2
2 Évolutions financières	S 3
3 Activité économique	S 8
4 Prix et coûts	S 14
5 Monnaie et crédit	S 18
6 Évolutions budgétaires	S 23

Informations complémentaires

Les statistiques de la BCE peuvent être consultées et téléchargées à partir du *Statistical Data Warehouse* (SDW) (Entrepôt de données statistiques) :

<http://sdw.ecb.europa.eu/>

Les données de la section Statistiques du *Bulletin économique* sont accessibles à partir du SDW :

<http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=1000004813>

Un *Bulletin statistique* complet figure dans le SDW :

<http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=1000004045>

Des définitions méthodologiques figurent dans les notes générales annexées au *Bulletin statistique* :

<http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000023>

Les détails des calculs figurent dans les notes techniques annexées au *Bulletin statistique* :

<http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000022>

Les explications des termes et des abréviations figurent dans le glossaire des statistiques :

<http://www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/glossa.en.html>

Conventions utilisées dans les tableaux

–	données inexistantes/non pertinentes
.	données non encore disponibles
...	néant ou négligeable
(p)	provisoire
cvs	corrigé des variations saisonnières
ncvs	non corrigé des variations saisonnières

1 Environnement extérieur

1.1 Principaux partenaires commerciaux, PIB et IPC

	PIB ¹⁾ (variations en pourcentage d'une période sur l'autre)						IPC (variations annuelles en pourcentage)						
	G20	États-Unis	Royaume-Uni	Japon	Chine	Pour mémoire : zone euro	Pays de l'OCDE		États-Unis	Royaume-Uni (IPCH)	Japon	Chine	Pour mémoire : zone euro ²⁾ (IPCH)
							Total	Hors produits alimentaires et énergie					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2016	3,3	1,6	1,8	0,6	6,7	1,9	1,1	1,9	1,3	0,7	-0,1	2,0	0,2
2017	3,8	2,4	1,8	1,9	6,8	2,5	2,3	1,9	2,1	2,7	0,5	1,6	1,5
2018	3,7	2,9	1,4	0,8	6,6	1,9	2,6	2,1	2,4	2,5	1,0	2,1	1,8
2018 T3	0,8	0,7	0,7	-0,5	1,6	0,2	2,9	2,2	2,6	2,5	1,1	2,3	2,1
T4	0,7	0,3	0,2	0,4	1,5	0,3	2,8	2,3	2,2	2,3	0,8	2,2	1,9
2019 T1	0,8	0,8	0,5	0,5	1,4	0,4	2,2	2,2	1,6	1,9	0,3	1,8	1,4
T2	.	0,5	-0,2	0,3	1,6	0,2	2,3	2,2	1,8	.	0,8	2,6	1,4
2019 Mars	—	—	—	—	—	—	2,3	2,1	1,9	1,9	0,5	2,3	1,4
Avril	—	—	—	—	—	—	2,5	2,2	2,0	2,1	0,9	2,5	1,7
Mai	—	—	—	—	—	—	2,3	2,1	1,8	2,0	0,7	2,7	1,2
Juin	—	—	—	—	—	—	2,0	2,2	1,6	2,0	0,7	2,7	1,3
Juillet	—	—	—	—	—	—	.	.	1,8	2,1	0,5	2,8	1,0
Août ³⁾	—	—	—	—	—	—	.	.	.	.	.	.	1,0

Sources : Eurostat (col. 3, 6, 10, 13); BRI (col. 9, 11, 12); OCDE (col. 1, 2, 4, 5, 7, 8).

1) Données trimestrielles cvs; données annuelles brutes.

2) Les données reflètent la modification de la composition de la zone euro.

3) Le chiffre de la zone euro est une estimation fondée sur des données nationales provisoires ainsi que sur des informations préliminaires sur les prix de l'énergie.

1.2 Principaux partenaires commerciaux, indice des directeurs d'achat et échanges internationaux

	Enquêtes auprès des directeurs d'achat (indices de diffusion ; cvs)									Importations de marchandises ¹⁾		
	Indice composite des directeurs d'achat						Indice mondial des directeurs d'achat ²⁾			Mondiales	Économies avancées	Économies de marché émergentes
	Mondial ²⁾	États-Unis	Royaume-Uni	Japon	Chine	Pour mémoire : zone euro	Secteur manufacturier	Services	Nouvelles commandes à l'exportation			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2016	51,6	52,4	53,4	50,5	51,4	53,3	51,7	52,0	50,1	1,1	1,4	0,9
2017	53,2	54,3	54,7	52,5	51,8	56,4	53,8	53,8	52,8	5,8	3,1	7,7
2018	53,4	55,0	53,3	52,1	52,3	54,6	53,1	53,8	50,9	4,4	3,1	5,2
2018 T3	53,1	54,8	53,9	51,5	52,1	54,3	52,6	53,2	49,8	1,7	0,5	2,4
T4	53,1	54,7	51,4	52,3	51,5	52,3	52,0	53,5	49,9	-0,9	1,6	-2,4
2019 T1	52,8	54,8	50,6	50,6	51,5	51,5	50,9	53,4	49,6	-0,7	-0,2	-1,1
T2	51,5	51,8	50,5	50,8	51,6	51,8	50,4	51,8	49,4	-0,6	-1,4	-0,1
2019 Mars	53,1	54,6	50,0	50,4	52,9	51,6	50,9	53,8	49,7	-0,7	-0,2	-1,1
Avril	52,3	53,0	50,9	50,8	52,7	51,5	51,1	52,7	49,6	0,0	-1,2	0,8
Mai	51,0	50,9	50,9	50,7	51,5	51,8	50,3	51,3	49,4	0,5	-0,9	1,3
Juin	51,0	51,5	49,7	50,8	50,6	52,2	49,6	51,5	49,2	-0,6	-1,4	-0,1
Juillet	51,7	52,6	50,7	50,6	50,9	51,5	49,9	52,3	49,0	.	.	.
Août	51,1	50,7	50,2	51,9	51,6	51,9	50,5	51,3	47,8	.	.	.

Sources : Markit (col. 1-9); Bureau néerlandais d'analyse de la politique économique (CPB) et calculs de la BCE (col. 10-12).

1) « Mondiales » et « Économies avancées » s'entendent hors zone euro. Les données annuelles et trimestrielles sont des pourcentages d'une période sur l'autre; les données mensuelles sont des pourcentages en glissement sur trois mois. Toutes les données sont corrigées des variations saisonnières.

2) Hors zone euro.

2 Évolutions financières

2.1 Taux d'intérêt du marché monétaire

(en pourcentage annuel; valeurs moyennes sur la période)

	Zone euro ¹⁾					États-Unis	Japon
	Dépôts à vue (Eonia)	Dépôts à 1 mois (Euribor)	Dépôts à 3 mois (Euribor)	Dépôts à 6 mois (Euribor)	Dépôts à 12 mois (Euribor)	Dépôts à 3 mois (Libor)	Dépôts à 3 mois (Libor)
	1	2	3	4	5	6	7
2016	-0,32	-0,34	-0,26	-0,17	-0,03	0,74	-0,02
2017	-0,35	-0,37	-0,33	-0,26	-0,15	1,26	-0,02
2018	-0,36	-0,37	-0,32	-0,27	-0,17	2,31	-0,05
2019							
Février	-0,37	-0,37	-0,31	-0,23	-0,11	2,68	-0,08
Mars	-0,37	-0,37	-0,31	-0,23	-0,11	2,61	-0,07
Avril	-0,37	-0,37	-0,31	-0,23	-0,11	2,59	-0,06
Mai	-0,37	-0,37	-0,31	-0,24	-0,13	2,53	-0,07
Juin	-0,36	-0,38	-0,33	-0,28	-0,19	2,40	-0,07
Juillet	-0,37	-0,40	-0,36	-0,35	-0,28	2,29	-0,07
Août	-0,36	-0,41	-0,41	-0,40	-0,36	2,16	-0,10

Source : BCE.

1) Les données reflètent la modification de la composition de la zone euro, cf. les notes générales.

2.2 Courbes des rendements

(fin de période; taux en pourcentage annuel; écart de taux en points de pourcentage)

	Taux au comptant					Écarts de taux			Taux à terme instantanés			
	Zone euro ^{1), 2)}					Zone euro ^{1), 2)}	États-Unis	Royaume-Uni	Zone euro ^{1), 2)}			
	3 mois	1 an	2 ans	5 ans	10 ans	10 ans-1 an	10 ans-1 an	10 ans-1 an	1 an	2 ans	5 ans	10 ans
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2016	-0,93	-0,82	-0,80	-0,47	0,26	1,08	1,63	1,17	-0,78	-0,75	0,35	1,35
2017	-0,78	-0,74	-0,64	-0,17	0,52	1,26	0,67	0,83	-0,66	-0,39	0,66	1,56
2018	-0,80	-0,75	-0,66	-0,26	0,32	1,07	0,08	0,51	-0,67	-0,45	0,44	1,17
2019												
Février	-0,57	-0,57	-0,54	-0,28	0,23	0,80	0,17	0,49	-0,56	-0,44	0,27	1,06
Mars	-0,57	-0,61	-0,62	-0,45	-0,01	0,60	0,00	0,35	-0,64	-0,59	-0,02	0,75
Avril	-0,56	-0,60	-0,59	-0,39	0,08	0,67	0,12	0,43	-0,62	-0,54	0,08	0,88
Mai	-0,57	-0,64	-0,69	-0,56	-0,13	0,51	-0,08	0,24	-0,72	-0,72	-0,17	0,64
Juin	-0,60	-0,69	-0,75	-0,64	-0,26	0,43	0,07	0,14	-0,78	-0,79	-0,29	0,44
Juillet	-0,67	-0,74	-0,79	-0,72	-0,39	0,35	0,02	0,09	-0,82	-0,84	-0,45	0,25
Août	-0,84	-0,88	-0,93	-0,92	-0,65	0,23	-0,27	0,03	-0,94	-1,00	-0,73	-0,12

Source : BCE.

1) Les données reflètent la modification de la composition de la zone euro, cf. les notes générales.

2) Calculs de la BCE établis sur la base des données sous-jacentes fournies par EuroMTS et des notations fournies par Fitch Ratings.

2.3 Indices boursiers

(niveaux des indices en points; valeurs moyennes sur la période)

	Indices Dow Jones EuroStoxx												États-Unis	Japon
	Référence		Principaux secteurs											
	Indice large	50	Produits de base	Services aux consommateurs	Biens de consommation	Pétrole et gaz	Finance	Industrie	Technologie	Services collectifs	Télécommunications	Santé	Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2016	321,6	3 003,7	620,7	250,9	600,1	278,9	148,7	496,0	375,8	248,6	326,9	770,9	2 094,7	16 920,5
2017	376,9	3 491,0	757,3	268,6	690,4	307,9	182,3	605,5	468,4	272,7	339,2	876,3	2 449,1	20 209,0
2018	375,5	3 386,6	766,3	264,9	697,3	336,0	173,1	629,5	502,5	278,8	292,9	800,5	2 746,2	22 310,7
2019														
Février	355,0	3 223,1	699,4	266,4	667,5	329,9	152,9	598,9	480,6	301,7	285,8	743,0	2 754,9	21 123,6
Mars	365,7	3 332,9	718,3	272,1	692,2	339,9	157,6	621,0	493,4	307,8	297,0	755,1	2 804,0	21 414,9
Avril	379,0	3 458,8	750,9	277,8	731,0	341,6	163,8	652,7	522,5	311,9	296,9	749,6	2 903,8	21 964,9
Mai	369,4	3 385,4	710,2	267,4	721,6	324,7	157,0	643,9	519,6	312,0	290,9	732,7	2 854,7	21 218,4
Juin	369,7	3 406,0	722,6	264,9	728,5	323,2	152,0	652,3	517,5	323,9	296,6	734,0	2 890,2	21 060,2
Juillet	380,0	3 507,8	739,6	271,8	752,7	329,3	155,8	666,2	548,2	326,4	292,2	769,2	2 996,1	21 593,7
Août	363,6	3 355,3	704,2	262,0	722,8	303,0	144,1	639,4	523,4	325,7	281,9	778,9	2 897,5	20 629,7

Source : BCE.

2 Évolutions financières

2.4 Taux d'intérêt appliqués par les IFM aux prêts et aux dépôts des ménages (contrats nouveaux) ^{1), 2)} (en pourcentage annuel; valeur moyenne sur la période, sauf indication contraire)

		Dépôts				Crédits renouvelables et découverts	Prorogations de crédit sur carte	Prêts à la consommation			Prêts aux entrepreneurs individuels et aux sociétés de personnes	Prêts au logement					Indicateur composite du coût d'emprunt
		À vue	Remboursables avec préavis ≤ 3 mois	D'une durée :				Par période de fixation initiale du taux		TAE ³⁾		Par période de fixation initiale du taux				TAE ³⁾	
				≤ 2 ans	> 2 ans			Taux variable et période ≤ 1 an	> 1 an			> 1 an et ≤ 5 ans	> 5 ans et ≤ 10 ans	> 10 ans			
															1		
2018	Août	0,03	0,45	0,30	0,64	6,01	16,78	5,44	5,88	6,41	2,38	1,63	1,82	1,92	1,85	2,11	1,81
	Septembre	0,03	0,45	0,30	0,69	6,04	16,71	5,30	5,74	6,27	2,33	1,60	1,81	1,91	1,85	2,08	1,79
	Octobre	0,03	0,45	0,29	0,73	5,97	16,73	5,06	5,71	6,23	2,45	1,60	1,80	1,91	1,86	2,09	1,80
	Novembre	0,04	0,44	0,29	0,73	5,93	16,67	4,94	5,68	6,18	2,37	1,61	1,85	1,94	1,88	2,11	1,81
	Décembre	0,03	0,43	0,30	0,78	5,87	16,68	4,92	5,47	5,98	2,27	1,61	1,80	1,91	1,84	2,10	1,80
2019	Janvier	0,03	0,42	0,33	0,74	5,92	16,63	5,32	5,83	6,34	2,36	1,61	1,81	1,89	1,86	2,09	1,82
	Février	0,03	0,42	0,32	0,70	5,97	16,61	5,28	5,71	6,28	2,41	1,59	1,84	1,87	1,84	2,09	1,80
	Mars	0,03	0,40	0,30	0,76	5,90	16,65	5,41	5,61	6,18	2,36	1,60	1,80	1,83	1,81	2,06	1,78
	Avril	0,03	0,40	0,32	0,75	5,88	16,66	5,56	5,63	6,19	2,36	1,60	1,77	1,77	1,77	2,02	1,75
	Mai	0,03	0,43	0,31	0,79	5,81	16,67	5,61	5,76	6,34	2,33	1,58	1,79	1,73	1,74	1,99	1,72
	Juin	0,03	0,43	0,32	0,82	5,81	16,63	5,43	5,67	6,24	2,31	1,56	1,73	1,67	1,65	1,95	1,67
	Juillet ^(p)	0,03	0,43	0,31	0,80	5,75	16,58	5,74	5,73	6,30	2,34	1,56	1,71	1,59	1,57	1,90	1,61

Source : BCE.

1) Les données reflètent la modification de la composition de la zone euro.

2) Y compris les institutions sans but lucratif au service des ménages.

3) Taux annuel effectif global (TAE³⁾).

2.5 Taux d'intérêt appliqués par les IFM aux prêts et aux dépôts des sociétés non financières (contrats nouveaux) ^{1), 2)} (en pourcentage annuel; valeur moyenne sur la période, sauf indication contraire)

		Dépôts			Crédits renou- velables et décou- verts	Autres prêts par montant et par période de fixation initiale du taux									Indicateur com- posite du coût d'em- prunt
		À vue	D'une durée :			≤ 250 000 euros			> 250 000 euros et ≤ 1 million			> 1 million d'euros			
			≤ 2 ans	> 2 ans		Taux va- riable et période ≤ 3 mois	> 3 mois et ≤ 1 an	> 1 an	Taux va- riable et période ≤ 3 mois	> 3 mois et ≤ 1 an	> 1 an	Taux va- riable et période ≤ 3 mois	> 3 mois et ≤ 1 an	> 1 an	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2018	Août	0,03	0,08	0,61	2,25	2,19	2,43	2,32	1,67	1,63	1,73	1,10	1,27	1,69	1,63
	Septembre	0,03	0,08	0,44	2,22	2,21	2,35	2,31	1,65	1,54	1,67	1,13	1,40	1,69	1,65
	Octobre	0,03	0,06	0,52	2,22	2,13	2,43	2,33	1,66	1,60	1,69	1,23	1,10	1,66	1,64
	Novembre	0,03	0,06	0,63	2,19	2,19	2,40	2,34	1,67	1,60	1,67	1,20	1,35	1,69	1,66
	Décembre	0,03	0,07	0,53	2,18	2,20	2,29	2,25	1,60	1,59	1,67	1,21	1,39	1,59	1,63
2019	Janvier	0,03	0,05	0,54	2,22	2,15	2,40	2,32	1,67	1,62	1,72	1,13	1,30	1,61	1,63
	Février	0,03	0,03	0,52	2,21	2,15	2,41	2,33	1,65	1,63	1,70	1,13	1,39	1,56	1,64
	Mars	0,03	0,07	0,62	2,17	2,17	2,38	2,30	1,66	1,58	1,68	1,19	1,36	1,57	1,65
	Avril	0,03	0,06	0,54	2,19	2,19	2,36	2,26	1,67	1,60	1,64	1,16	1,33	1,44	1,62
	Mai	0,03	0,04	0,46	2,15	2,18	2,38	2,29	1,66	1,59	1,63	1,09	1,16	1,50	1,57
	Juin	0,03	0,03	0,56	2,17	2,13	2,33	2,25	1,63	1,55	1,56	1,09	1,28	1,39	1,55
	Juillet ^(p)	0,03	0,04	0,58	2,11	2,06	2,49	2,19	1,65	1,56	1,54	1,16	1,32	1,39	1,56

Source : BCE.

1) Les données reflètent la modification de la composition de la zone euro.

2) Conformément au SEC 2010, en décembre 2014, les compagnies *holding* des groupes non financiers ont été reclassées du secteur des sociétés non financières vers le secteur des sociétés financières.

2 Évolutions financières

2.6 Titres de créance émis par les résidents de la zone euro par secteur émetteur et par durée initiale

(montants en milliards d'euros ; transactions durant le mois et encours de fin de période ; valeurs nominales)

		Encours						Émissions brutes ¹⁾																			
		Total	IFM (y compris Euro- système)	Sociétés autres que les IFM		Administrations publiques		Total	IFM (y compris Euro- système)	Sociétés autres que les IFM		Administrations publiques															
				Sociétés finan- cières autres que les IFM	Véhi- cules finan- ciers	Sociétés non finan- cières	Adminis- tration centrale			Autres admi- nistra- tions pu- bliques	Sociétés finan- cières autres que les IFM	Véhi- cules finan- ciers	Sociétés non finan- cières	Adminis- tration centrale	Autres admi- nistra- tions pu- bliques												
1		2		3		4		5		6		7		8		9		10		11		12		13		14	
Court terme																											
2016		1 241	518	135	.	59	466	62	349	161	45	.	31	79	33												
2017		1 240	519	155	.	70	438	57	367	167	54	.	37	79	31												
2018		1 222	505	174	.	72	424	47	388	171	65	.	41	76	35												
2019																											
Février		1 277	539	170	.	94	419	55	392	189	74	.	42	63	24												
Mars		1 331	564	178	.	98	435	55	431	186	81	.	44	79	40												
Avril		1 319	562	169	.	109	418	61	421	195	68	.	53	58	47												
Mai		1 338	574	169	.	115	422	59	443	196	70	.	56	83	37												
Juin		1 303	557	162	.	100	428	56	370	152	68	.	45	71	35												
Juillet		1 332	576	167	.	109	424	57	455	204	74	.	55	76	45												
Long terme																											
2016		15 379	3 695	3 174	.	1 184	6 684	641	220	62	53	.	19	78	8												
2017		15 360	3 560	3 050	.	1 243	6 865	642	247	66	73	.	18	83	7												
2018		15 753	3 687	3 151	.	1 267	7 022	626	228	64	68	.	16	75	6												
2019																											
Février		15 956	3 749	3 175	.	1 276	7 125	632	300	104	56	.	14	115	11												
Mars		16 024	3 754	3 201	.	1 301	7 127	641	269	76	63	.	25	88	17												
Avril		15 999	3 746	3 183	.	1 307	7 122	641	233	55	68	.	19	84	8												
Mai		16 061	3 766	3 202	.	1 306	7 153	635	247	62	80	.	13	86	7												
Juin		16 109	3 766	3 222	.	1 313	7 175	633	242	61	74	.	22	80	5												
Juillet		16 184	3 788	3 254	.	1 324	7 183	636	250	70	70	.	25	76	8												

Source : BCE.

1) À des fins de comparaison, les données annuelles se rapportent au chiffre mensuel moyen sur l'année.

2.7 Taux de croissance et encours de titres de créance et d'actions cotées

(montants en milliards d'euros ; variations en pourcentage)

		Titres de créance						Actions cotées				
		Total	IFM (y compris Euro-système)	Sociétés autres que les IFM		Administrations publiques		Total	IFM	Sociétés financières autres que les IFM	Sociétés non financières	
				Sociétés financières autres que les IFM	Véhicules financiers	Sociétés non financières	Administration centrale					Autres administrations publiques
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11		
Encours												
2016		16 620,2	4 213,2	3 309,9	.	1 243,5	7 149,9	703,7	7 089,5	537,6	1 080,2	5 471,6
2017		16 600,8	4 079,3	3 205,3	.	1 312,6	7 303,6	699,9	7 954,7	612,5	1 249,6	6 092,6
2018		16 975,2	4 191,4	3 325,4	.	1 339,7	7 446,0	672,7	7 027,2	465,1	1 099,4	5 462,7
2019	Février	17 233,2	4 287,1	3 344,7	.	1 370,8	7 544,0	686,5	7 716,0	518,7	1 225,2	5 972,1
	Mars	17 354,9	4 318,0	3 379,3	.	1 399,5	7 562,4	695,7	7 761,2	495,8	1 230,9	6 034,5
	Avril	17 318,1	4 308,1	3 351,6	.	1 415,7	7 540,5	702,3	8 090,6	537,0	1 281,8	6 271,8
	Mai	17 399,4	4 339,3	3 370,9	.	1 421,0	7 574,4	693,8	7 586,8	470,9	1 208,1	5 907,8
	Juin	17 411,4	4 322,8	3 383,8	.	1 413,7	7 602,7	688,4	7 940,6	493,3	1 246,0	6 201,3
	Juillet	17 516,6	4 363,8	3 420,9	.	1 433,3	7 606,2	692,4	7 980,5	484,0	1 252,8	6 243,7
	Taux de croissance											
2016		0,3	-3,0	-1,2	.	6,2	2,2	-0,1	0,5	1,2	0,9	0,4
2017		1,3	-0,5	0,1	.	5,9	2,3	0,5	1,0	6,1	2,8	0,2
2018		1,9	1,7	3,1	.	3,3	1,9	-4,3	0,7	-0,1	2,4	0,4
2019	Février	2,7	3,0	2,6	.	4,6	2,5	-1,6	0,5	-0,1	2,1	0,3
	Mars	2,5	3,0	3,0	.	3,6	2,1	0,0	0,4	-0,2	1,7	0,2
	Avril	2,3	2,9	1,6	.	4,0	2,1	0,7	0,0	-0,2	-0,1	0,1
	Mai	2,6	3,9	2,0	.	3,7	2,1	0,6	0,0	-0,2	-0,2	0,0
	Juin	2,8	4,4	1,8	.	4,4	2,3	1,0	0,0	-0,1	0,0	0,0
	Juillet	2,9	5,1	1,9	.	4,7	2,0	1,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1

Source : BCE.

2 Évolutions financières

2.8 Taux de change effectifs ¹⁾

(valeurs moyennes sur la période; indice : T1 1999 = 100)

	TCE-19						TCE-38	
	Taux nominal	Taux réel (sur la base de l'IPC)	Taux réel (sur la base de l'IPP)	Taux réel (sur la base du déflateur du PIB)	Taux réel (sur la base des CUMIM ²⁾)	Taux réel (sur la base des CUME)	Taux nominal	Taux réel (sur la base de l'IPC)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2016	94,4	89,5	90,8	85,1	79,0	89,3	109,7	88,9
2017	96,6	91,4	91,9	86,0	78,3	89,8	112,0	90,0
2018	98,9	93,4	93,4	87,5	79,3	90,9	117,9	93,8
2018 T3	99,2	93,7	93,4	87,7	79,3	91,3	119,2	94,8
T4	98,5	93,0	92,9	87,1	79,1	90,4	118,4	93,8
2019 T1	97,4	91,7	92,1	85,9	78,6	89,1	116,7	92,1
T2	97,3	91,4	91,6	-	-	-	116,8	91,9
2019 Mars	96,9	91,1	91,5	-	-	-	116,2	91,6
Avril	96,7	91,0	91,3	-	-	-	116,1	91,4
Mai	97,4	91,4	91,8	-	-	-	117,0	91,9
Juin	97,9	91,9	91,9	-	-	-	117,4	92,2
Juillet	97,5	91,4	91,1	-	-	-	116,5	91,4
Août	98,1	91,9	91,4	-	-	-	117,6	92,1
variation en pourcentage par rapport au mois précédent								
2019 Août	0,7	0,6	0,4	-	-	-	0,9	0,8
variation en pourcentage par rapport à l'année précédente								
2019 Août	-0,8	-1,6	-1,9	-	-	-	-1,2	-2,7

Source : BCE.

1) Pour une définition des groupes de partenaires commerciaux et d'autres informations, cf. les notes générales annexées au *Bulletin statistique*.

2) Les séries déflatées des CUMIM sont disponibles uniquement pour le groupe TCE-18 de partenaires commerciaux.

2.9 Taux de change bilatéraux

(valeurs moyennes sur la période; unités de monnaie nationale pour 1 euro)

	Yuan renminbi chinois	Kuna croate	Couronne tchèque	Couronne danoise	Forint hongrois	Yen japonais	Zloty polonais	Livre sterling	Leu roumain	Couronne suédoise	Franc suisse	Dollar des États-Unis
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2016	7,352	7,533	27,034	7,445	311,438	120,197	4,363	0,819	4,4904	9,469	1,090	1,107
2017	7,629	7,464	26,326	7,439	309,193	126,711	4,257	0,877	4,5688	9,635	1,112	1,130
2018	7,808	7,418	25,647	7,453	318,890	130,396	4,261	0,885	4,6540	10,258	1,155	1,181
2018 T3	7,915	7,417	25,718	7,455	324,107	129,606	4,303	0,892	4,6471	10,405	1,144	1,163
T4	7,895	7,420	25,864	7,462	322,995	128,816	4,299	0,887	4,6605	10,320	1,137	1,141
2019 T1	7,663	7,422	25,683	7,464	317,907	125,083	4,302	0,873	4,7358	10,419	1,132	1,136
T2	7,672	7,418	25,686	7,467	322,973	123,471	4,282	0,875	4,7480	10,619	1,126	1,124
2019 Mars	7,587	7,421	25,676	7,462	315,924	125,674	4,297	0,858	4,7546	10,500	1,131	1,130
Avril	7,549	7,428	25,677	7,465	321,181	125,436	4,286	0,862	4,7584	10,482	1,132	1,124
Mai	7,674	7,419	25,768	7,468	324,978	122,948	4,296	0,872	4,7594	10,737	1,130	1,118
Juin	7,794	7,408	25,605	7,467	322,559	122,081	4,264	0,891	4,7250	10,626	1,117	1,129
Juillet	7,715	7,390	25,548	7,466	325,269	121,406	4,260	0,899	4,7286	10,560	1,108	1,122
Août	7,858	7,390	25,802	7,460	326,906	118,179	4,347	0,916	4,7280	10,736	1,089	1,113
variation en pourcentage par rapport au mois précédent												
2019 Août	1,9	0,0	1,0	-0,1	0,5	-2,7	2,0	1,8	0,0	1,7	-1,7	-0,8
variation en pourcentage par rapport à l'année précédente												
2019 Août	-0,6	-0,5	0,5	0,1	1,2	-7,8	1,4	2,1	1,8	2,6	-4,6	-3,7

Source : BCE.

2 Évolutions financières

2.10 Balance des paiements de la zone euro, compte financier

(montants en milliards d'euros, sauf indication contraire ; encours de fin de période ; flux au cours de la période)

		Total ¹⁾			Investissements directs		Investissements de portefeuille		Dérivés financiers nets	Autres investissements		Avoirs de réserve	Pour mémoire : dette extérieure brute
		Avoirs	Engagements	Net	Avoirs	Engagements	Avoirs	Engagements		Avoirs	Engagements		
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Encours (position extérieure)													
2018	T2	25 683,4	26 256,5	-573,2	10 999,6	9 039,5	8 752,4	10 907,1	-96,6	5 337,9	6 309,9	690,0	14 294,7
	T3	25 848,2	26 265,3	-417,1	10 967,4	8 923,6	8 891,9	10 984,8	-80,1	5 395,1	6 356,9	673,9	14 343,2
	T4	25 145,7	25 478,1	-332,4	10 679,9	8 813,7	8 481,9	10 369,2	-94,5	5 359,4	6 295,2	719,1	14 054,3
2019	T1	26 292,8	26 450,1	-157,3	10 900,8	8 851,1	9 091,7	11 127,4	-100,1	5 659,2	6 471,6	741,1	14 431,9
encours en pourcentage du PIB													
2019	T1	226,3	227,6	-1,4	93,8	76,2	78,2	95,8	-0,9	48,7	55,7	6,4	124,2
Flux													
2018	T3	26,5	-58,8	85,3	-110,6	-93,6	39,0	-9,5	34,9	62,0	44,3	1,3	—
	T4	-379,3	-447,2	67,8	-269,6	-182,3	-35,4	-143,7	29,9	-110,0	-121,2	5,8	—
2019	T1	337,3	279,8	57,5	79,7	27,7	52,9	142,3	6,6	195,4	109,7	2,7	—
	T2	172,3	103,4	68,9	-15,8	2,1	1,5	53,1	13,1	170,7	48,2	2,8	—
2019	Janvier	293,8	291,1	2,6	53,7	38,9	38,3	59,9	1,0	203,5	192,4	-2,7	—
	Février	-2,6	-5,4	2,8	20,6	7,8	-0,8	23,0	-1,1	-21,6	-36,2	0,2	—
	Mars	46,2	-5,9	52,1	5,4	-18,9	15,3	59,5	6,8	13,5	-46,4	5,2	—
	Avril	166,3	189,6	-23,3	29,0	73,7	9,4	-8,6	3,1	121,7	124,5	3,2	—
	Mai	86,8	45,9	40,9	12,8	-4,2	-0,2	58,3	2,2	70,2	-8,1	1,8	—
	Juin	-80,8	-132,1	51,3	-57,6	-67,4	-7,7	3,5	7,8	-21,1	-68,2	-2,2	—
flux cumulés sur 12 mois													
2019	Juin	156,8	-122,7	279,5	-316,3	-246,1	58,0	42,3	84,4	318,2	81,1	12,6	—
flux cumulés sur 12 mois en pourcentage du PIB													
2019	Juin	1,3	-1,0	2,4	-2,7	-2,1	0,5	0,4	0,7	2,7	0,7	0,1	—

Source : BCE.

1) Les dérivés financiers nets sont inclus dans le total des avoirs.

3 Activité économique

3.1 PIB et composantes de la dépense

(données trimestrielles cvs ; données annuelles brutes)

	PIB											
	Total	Demande intérieure								Solde extérieur ¹⁾		
		Total	Consom- mation privée	Consom- mation publique	Formation brute de capital fixe			Variation des stocks ²⁾	Total	Expor- tations ¹⁾	Impor- tations ¹⁾	
					Total des bâtiments	Total des machines	Droits de propriété intellec- tuelle					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Prix courants (montants en milliards d'euros)												
2016	10 806,0	10 340,5	5 853,0	2 228,6	2 211,7	1 053,5	686,2	466,4	47,1	465,5	4 938,7	4 473,1
2017	11 183,8	10 702,9	6 025,6	2 292,4	2 325,1	1 116,8	720,2	482,7	59,8	480,9	5 303,1	4 822,2
2018	11 544,0	11 053,2	6 197,9	2 357,4	2 425,8	1 189,5	757,2	473,9	72,0	490,8	5 560,7	5 069,8
2018 T3	2 893,1	2 777,4	1 554,1	590,8	612,6	300,3	192,0	119,0	19,9	115,8	1 401,6	1 285,8
T4	2 917,2	2 800,7	1 564,7	595,5	623,4	305,9	192,9	123,3	17,1	116,5	1 415,6	1 299,0
2019 T1	2 939,5	2 807,5	1 572,9	599,9	627,1	312,5	192,5	120,8	7,6	132,0	1 429,4	1 297,4
T2	2 959,2	2 829,9	1 583,9	604,9	633,3	314,5	195,3	122,2	7,7	129,3	1 433,5	1 304,2
en pourcentage du PIB												
2018	100,0	95,7	53,7	20,4	21,0	10,3	6,6	4,1	0,6	4,3	—	—
Volumes chaînés (aux prix de l'année précédente)												
variations trimestrielles en pourcentage												
2018 T3	0,2	0,4	0,2	0,2	0,5	0,1	0,8	1,0	—	—	0,4	0,9
T4	0,3	0,3	0,4	0,4	1,5	1,3	0,5	3,6	—	—	1,0	1,0
2019 T1	0,4	0,2	0,4	0,4	0,2	1,4	-0,1	-2,3	—	—	0,9	0,4
T2	0,2	0,3	0,2	0,3	0,5	0,0	1,2	0,9	—	—	0,0	0,2
variations annuelles en pourcentage												
2016	1,9	2,4	2,0	1,8	4,0	2,8	5,9	4,2	—	—	3,0	4,2
2017	2,5	2,1	1,6	1,5	3,5	3,4	4,4	2,5	—	—	5,4	4,8
2018	1,9	1,5	1,4	1,1	2,3	3,3	4,4	-2,9	—	—	3,5	2,8
2018 T3	1,7	1,8	1,1	0,9	3,4	2,3	4,3	4,7	—	—	3,3	3,8
T4	1,2	1,8	1,2	1,0	4,0	3,3	2,3	8,8	—	—	1,9	3,3
2019 T1	1,3	1,4	1,1	1,3	4,0	4,7	3,2	3,6	—	—	3,4	3,8
T2	1,2	1,2	1,2	1,3	2,8	2,9	2,4	3,2	—	—	2,4	2,6
contributions aux variations trimestrielles en pourcentage du PIB ; en points de pourcentage												
2018 T3	0,2	0,4	0,1	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,2	-0,2	—	—
T4	0,3	0,3	0,2	0,1	0,3	0,1	0,0	0,1	-0,3	0,0	—	—
2019 T1	0,4	0,1	0,2	0,1	0,0	0,2	0,0	-0,1	-0,2	0,3	—	—
T2	0,2	0,3	0,1	0,1	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	-0,1	—	—
contributions aux variations annuelles en pourcentage du PIB ; en points de pourcentage												
2016	1,9	2,3	1,1	0,4	0,8	0,3	0,4	0,2	0,0	-0,4	—	—
2017	2,5	2,1	0,9	0,3	0,7	0,3	0,3	0,1	0,1	0,5	—	—
2018	1,9	1,5	0,7	0,2	0,5	0,3	0,3	-0,1	0,0	0,5	—	—
2018 T3	1,7	1,8	0,6	0,2	0,7	0,2	0,3	0,2	0,3	-0,1	—	—
T4	1,2	1,7	0,6	0,2	0,8	0,3	0,2	0,3	0,0	-0,5	—	—
2019 T1	1,3	1,3	0,6	0,3	0,8	0,5	0,2	0,1	-0,4	0,0	—	—
T2	1,2	1,1	0,6	0,3	0,6	0,3	0,2	0,1	-0,3	0,0	—	—

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

1) Les exportations et les importations couvrent les biens et services et incluent les échanges commerciaux transfrontières intra-zone euro.

2) Y compris les acquisitions moins les cessions d'objets de valeur.

3 Activité économique

3.2 Valeur ajoutée par secteur d'activité économique

(données trimestrielles cvs; données annuelles brutes)

	Valeur ajoutée brute (aux prix de base)											Taxes moins subventions sur les produits
	Total	Agriculture, sylviculture et pêche	Industrie manufacturière, énergie et services publics	Construction	Commerce, transport, hébergement et restauration	Information et communication	Activités financières et d'assurance	Activités immobilières	Activités spécialisées, de services aux entreprises et de soutien	Administration publique, enseignement, santé et action sociale	Arts, spectacles et autres activités de services	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Prix courants (montants en milliards d'euros)												
2016	9694,0	159,3	1944,5	485,1	1831,7	449,1	473,6	1097,2	1075,0	1847,5	331,1	1 112,0
2017	10 024,2	174,0	2 008,4	510,0	1 909,8	470,0	466,4	1 121,4	1 128,7	1 897,8	337,8	1 159,6
2018	10 340,0	175,4	2 059,5	546,5	1 968,8	489,5	467,9	1 153,9	1 179,1	1 956,1	343,3	1 203,9
2018 T3	2 590,6	44,0	516,6	137,7	492,5	122,4	117,3	288,9	295,4	490,0	85,8	302,5
T4	2 613,5	44,5	516,2	140,9	497,2	124,7	117,7	291,5	299,5	494,8	86,4	303,7
2019 T1	2 633,2	44,9	518,0	144,6	501,3	125,8	117,9	294,0	302,1	497,5	87,1	306,3
T2	2 650,7	46,3	515,5	146,4	505,4	127,0	118,0	296,3	305,5	502,2	88,0	308,5
en pourcentage de la valeur ajoutée												
2018	100,0	1,7	19,9	5,3	19,0	4,7	4,5	11,2	11,4	18,9	3,3	–
Volumes chaînés (aux prix de l'année précédente)												
variations trimestrielles en pourcentage												
2018 T3	0,2	-0,8	-0,2	0,7	0,0	1,6	0,7	0,4	0,2	0,3	0,4	0,1
T4	0,3	0,8	-0,4	1,2	0,5	0,3	0,0	0,3	0,8	0,5	0,3	0,2
2019 T1	0,5	0,7	0,0	1,5	1,0	1,3	0,0	0,4	0,2	0,1	0,6	0,1
T2	0,1	0,0	-0,7	0,1	0,1	0,5	0,7	0,4	0,6	0,3	0,1	0,9
variations annuelles en pourcentage												
2016	1,8	-1,4	3,0	1,6	1,9	3,9	-0,8	0,4	2,5	1,6	0,2	2,8
2017	2,5	1,0	3,4	2,5	3,0	4,9	1,3	0,5	4,1	1,6	0,9	2,5
2018	2,0	1,0	1,9	3,5	2,2	4,2	0,7	1,4	3,4	1,0	0,6	1,7
2018 T3	1,7	0,1	1,3	3,4	1,8	4,8	0,9	1,3	2,7	0,8	0,4	1,8
T4	1,2	0,0	-0,6	3,5	1,5	3,5	0,4	1,3	2,8	0,9	0,5	1,3
2019 T1	1,4	0,4	-0,3	4,6	1,9	4,4	0,9	1,2	1,9	1,1	1,1	0,9
T2	1,1	0,7	-1,3	3,5	1,6	3,8	1,4	1,5	1,9	1,2	1,4	1,3
contributions aux variations trimestrielles en pourcentage de la valeur ajoutée; en points de pourcentage												
2018 T3	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	–
T4	0,3	0,0	-0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	–
2019 T1	0,5	0,0	0,0	0,1	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	–
T2	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	–
contributions aux variations annuelles en pourcentage de la valeur ajoutée; en points de pourcentage												
2016	1,8	0,0	0,6	0,1	0,4	0,2	0,0	0,1	0,3	0,3	0,0	–
2017	2,5	0,0	0,7	0,1	0,6	0,2	0,1	0,1	0,5	0,3	0,0	–
2018	2,0	0,0	0,4	0,2	0,4	0,2	0,0	0,2	0,4	0,2	0,0	–
2018 T3	1,7	0,0	0,3	0,2	0,3	0,2	0,0	0,1	0,3	0,1	0,0	–
T4	1,2	0,0	-0,1	0,2	0,3	0,2	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	–
2019 T1	1,4	0,0	-0,1	0,2	0,4	0,2	0,0	0,1	0,2	0,2	0,0	–
T2	1,1	0,0	-0,3	0,2	0,3	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,0	–

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

3 Activité économique

3.3 Emploi ¹⁾

(données trimestrielles cvs ; données annuelles brutes)

	Total	Par statut		Par activité économique									
		Salariés	Tra- vailleurs indé- pendants	Agri- culture, sylvicul- ture et pêche	Industrie manu- factu- rière, énergie et services publics	Cons- truction	Commerce, transport, hébergement et restaura- tion	Information et commu- nication	Activités finan- cières et d'assu- rance	Activités immobi- lières	Activités spéciali- sées de ser- vices aux entre- prises et de soutien	Adminis- tration publique, en- sei-gne- ment, santé et action sociale	Arts, spec- tacles et autres activités de ser- vices
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Personnes employées													
en pourcentage du nombre total de personnes employées													
2016	100,0	85,4	14,6	3,2	14,8	5,9	24,9	2,8	2,6	1,0	13,5	24,2	7,0
2017	100,0	85,8	14,2	3,2	14,7	6,0	24,9	2,8	2,5	1,0	13,8	24,2	7,0
2018	100,0	86,0	14,0	3,1	14,7	6,0	24,9	2,9	2,4	1,0	13,9	24,1	6,9
variations annuelles en pourcentage													
2016	1,4	1,7	-0,3	-0,3	0,8	0,3	1,5	3,1	-0,5	2,2	2,9	1,3	0,7
2017	1,6	2,0	-0,7	-0,6	1,2	1,8	1,7	3,1	-1,4	2,1	3,3	1,3	1,0
2018	1,5	1,8	-0,3	-0,4	1,4	2,6	1,5	3,2	-1,0	1,8	2,6	1,2	0,5
2018 T3	1,4	1,7	-0,2	0,0	1,3	2,7	1,5	3,6	-1,2	1,7	2,4	1,2	0,0
T4	1,4	1,6	-0,2	-0,3	1,2	3,2	1,5	3,5	-0,7	1,3	1,9	1,2	-0,1
2019 T1	1,4	1,6	-0,1	0,2	1,2	2,6	1,3	3,9	-0,3	2,1	1,8	1,2	0,3
T2	1,2	1,5	-0,5	-1,9	0,9	1,7	1,3	3,9	-0,5	1,3	1,5	1,3	1,1
Heures travaillées													
en pourcentage du nombre total d'heures travaillées													
2016	100,0	80,7	19,3	4,3	15,3	6,6	25,7	3,0	2,6	1,0	13,3	21,9	6,2
2017	100,0	81,1	18,9	4,2	15,3	6,7	25,7	3,0	2,5	1,0	13,5	21,8	6,2
2018	100,0	81,5	18,5	4,2	15,3	6,8	25,7	3,1	2,5	1,0	13,7	21,8	6,1
variations annuelles en pourcentage													
2016	1,4	1,9	-0,5	-0,2	1,0	0,4	1,6	3,1	-0,1	2,7	3,1	1,3	0,6
2017	1,2	1,7	-0,9	-1,1	1,0	1,8	1,2	2,9	-2,0	2,2	2,9	0,8	0,4
2018	1,5	1,9	-0,5	0,2	1,2	2,9	1,2	3,0	-1,1	1,9	2,8	1,3	0,3
2018 T3	1,6	2,0	0,0	0,7	1,1	3,6	1,4	3,6	-1,1	2,1	3,1	1,3	0,3
T4	1,5	2,0	-0,3	0,0	1,2	3,5	1,4	3,7	-0,4	0,8	2,3	1,4	0,4
2019 T1	1,7	2,0	0,5	1,2	1,4	3,8	1,6	4,0	-0,1	1,6	2,2	1,3	0,5
T2	1,0	1,3	-0,5	-1,7	0,6	2,2	1,0	3,4	-1,0	1,5	1,5	1,0	0,8
Heures travaillées par personne employée													
variations annuelles en pourcentage													
2016	0,0	0,2	-0,3	0,1	0,2	0,1	0,1	0,0	0,4	0,5	0,1	0,0	-0,1
2017	-0,4	-0,3	-0,3	-0,5	-0,2	0,0	-0,5	-0,2	-0,6	0,1	-0,3	-0,5	-0,6
2018	0,0	0,1	-0,2	0,6	-0,2	0,3	-0,3	-0,1	-0,1	0,1	0,2	0,1	-0,2
2018 T3	0,2	0,3	0,2	0,7	-0,2	0,9	-0,1	0,1	0,0	0,4	0,7	0,0	0,3
T4	0,2	0,3	-0,1	0,3	0,0	0,3	-0,1	0,2	0,4	-0,5	0,3	0,2	0,5
2019 T1	0,3	0,4	0,5	1,0	0,2	1,2	0,3	0,1	0,3	-0,5	0,3	0,0	0,2
T2	-0,2	-0,2	0,0	0,2	-0,3	0,4	-0,3	-0,6	-0,5	0,2	0,1	-0,3	-0,3

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

1) Les données relatives à l'emploi sont établies sur la base du SEC 2010.

3 Activité économique

3.4 Population active, chômage et offres d'emploi

(données cvs, sauf indication contraire)

	Popu- lation active, millions ¹⁾	Sous- emploi, % de la popu- lation active ¹⁾	Chômage											Taux de vacance d'em- ploi ²⁾
			Total		Chômage de longue durée, % de la population active ¹⁾	Par âge				Par sexe				% du total des postes
			Millions	% de la popu- lation active		Adultes		Jeunes		Hommes		Femmes		
						Millions	% de la popu- lation active	Millions	% de la po- pulation active	Millions	% de la po- pulation active	Millions	% de la po- pulation active	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
% du total en 2016			100,0		81,7		18,3		52,2		47,8			
2016	162,028	4,3	16,258	10,0	5,0	13,294	9,0	2,965	20,9	8,484	9,7	7,774	10,4	1,7
2017	162,659	4,1	14,761	9,1	4,4	12,094	8,1	2,667	18,8	7,637	8,7	7,124	9,5	1,9
2018	163,301	3,8	13,393	8,2	3,8	10,964	7,4	2,429	17,0	6,900	7,9	6,493	8,6	2,1
2018 T3	163,730	3,6	13,144	8,0	3,6	10,744	7,2	2,400	16,8	6,792	7,7	6,352	8,4	2,1
T4	163,702	3,7	12,970	7,9	3,6	10,596	7,1	2,375	16,5	6,651	7,6	6,319	8,3	2,3
2019 T1	163,278	3,6	12,690	7,7	3,5	10,371	6,9	2,319	16,1	6,480	7,4	6,209	8,2	2,3
T2	.	.	12,417	7,6	.	10,166	6,8	2,251	15,6	6,387	7,3	6,029	7,9	2,3
2019 Février	—	—	12,713	7,8	—	10,393	7,0	2,320	16,1	6,495	7,4	6,217	8,2	—
Mars	—	—	12,563	7,7	—	10,264	6,9	2,299	15,9	6,422	7,3	6,141	8,1	—
Avril	—	—	12,500	7,6	—	10,238	6,8	2,262	15,6	6,421	7,3	6,079	8,0	—
Mai	—	—	12,413	7,6	—	10,153	6,8	2,260	15,6	6,396	7,3	6,017	7,9	—
Juin	—	—	12,338	7,5	—	10,107	6,8	2,231	15,5	6,345	7,2	5,992	7,9	—
Juillet	—	—	12,322	7,5	—	10,077	6,7	2,245	15,6	6,332	7,2	5,991	7,9	—

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

1) Données brutes.

2) Le taux de vacance d'emploi est égal au nombre d'emplois vacants divisé par la somme du nombre d'emplois occupés et du nombre d'emplois vacants, exprimé en pourcentage.

3.5 Statistiques conjoncturelles relatives à l'activité économique

	Production industrielle						Con- struction	Indicateur BCE relatif aux entrées de commandes dans l'industrie	Ventes au détail				Nouvelles immatricu- lations de voitures particulières
	Total (hors construction)		Principaux secteurs industriels						Total	Produits alimen- taires, bois- sons, tabac	Produits non alimen- taires	Carburants	
	Industrie manu- factu- rière	Biens inter- mé- diaires	Biens d'équi- pement	Biens de consom- mation	Énergie								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
% du total en 2015	100,0	88,7	32,1	34,5	21,8	11,6	100,0	100,0	100,0	40,4	52,5	7,1	100,0
variations annuelles en pourcentage													
2016	1,6	1,8	1,8	2,0	1,8	0,5	3,0	0,6	1,6	1,0	2,3	1,3	7,2
2017	2,9	3,2	3,4	3,8	1,4	1,2	3,1	7,9	2,5	1,6	3,5	1,0	5,7
2018	0,9	1,2	0,6	1,8	1,3	-1,5	2,1	2,7	1,6	1,3	1,9	0,6	0,8
2018 T3	0,5	0,7	-0,3	1,5	1,0	-1,2	2,4	1,6	1,3	1,1	1,5	0,1	3,4
T4	-1,9	-1,7	-2,1	-2,0	-0,4	-3,6	1,9	-1,0	1,5	1,4	1,7	1,7	-9,4
2019 T1	-0,5	-0,2	-0,6	-0,5	1,4	-2,7	4,5	-3,2	2,4	1,1	3,5	2,9	-3,6
T2	-1,4	-1,5	-2,1	-2,8	1,6	0,1	2,0	-3,3	2,0	1,1	2,9	0,5	-1,7
2019 Février	-0,2	0,7	-0,5	0,3	3,4	-6,1	6,9	-3,8	3,0	0,9	4,6	2,9	-2,3
Mars	-0,7	0,2	-0,3	1,1	-0,2	-7,7	5,9	-3,0	2,1	0,6	3,7	1,8	-5,5
Avril	-0,7	-0,8	-1,1	-2,2	1,9	0,0	3,0	-1,8	2,1	2,3	1,8	1,5	-0,2
Mai	-0,8	-0,8	-2,4	-1,8	3,1	0,4	1,7	-5,0	1,1	-0,3	2,5	-0,9	1,1
Juin	-2,6	-2,8	-2,6	-4,4	-0,1	-0,1	1,0	-3,1	2,8	1,2	4,4	1,0	-5,6
Juillet	.	.	.	.	.	.	.	.	2,2	1,3	2,8	2,0	.
variations mensuelles en pourcentage (données cvs)													
2019 Février	0,0	0,5	0,0	0,0	0,6	-3,3	3,1	-1,5	0,7	0,3	1,1	-0,4	-0,1
Mars	-0,2	-0,2	0,0	0,8	-0,8	-0,8	-0,2	0,1	0,1	0,4	-0,1	-0,6	-3,6
Avril	-0,5	-0,8	-0,9	-1,9	0,3	1,8	-1,5	0,9	0,2	0,0	0,4	-0,2	4,8
Mai	0,8	0,8	-0,2	0,9	2,5	0,5	-0,5	-1,9	-0,4	-0,8	0,0	-1,4	2,8
Juin	-1,6	-1,7	-0,8	-4,0	-2,6	-0,2	0,0	0,8	1,2	1,3	1,1	1,8	-6,7
Juillet	.	.	.	.	.	.	.	.	-0,6	-0,3	-1,0	0,0	.

Sources : Eurostat et calculs de la BCE, données expérimentales de la BCE (col. 8) et Association des constructeurs européens d'automobiles (col. 13).

3 Activité économique

3.6 Enquêtes d'opinion

(données cvs)

	Enquêtes de la Commission européenne auprès des chefs d'entreprise et des consommateurs (soldes d'opinion en pourcentage, sauf indication contraire)								Enquêtes auprès des directeurs d'achat (indices de diffusion)			
	Indicateur du climat économique (moyenne à long terme = 100)	Secteur manufacturier		Indicateur de confiance des consommateurs	Indicateur de confiance dans le secteur de la construction	Indicateur de confiance du commerce de détail	Secteur des services		Indice des directeurs d'achat pour l'industrie manufacturière	Production dans le secteur manufacturier	Activité dans le secteur des services	Indice composite pour la production
		Indicateur de confiance dans l'industrie	Taux d'utilisation des capacités de production (en %)				Indicateur de confiance dans le secteur des services	Taux d'utilisation des capacités de production (en %)				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999-2015	99,2	-5,3	80,7	-11,7	-15,0	-8,7	7,2	—	51,2	52,5	53,0	52,8
2016	104,1	-1,8	81,7	-8,1	-16,4	0,6	11,3	88,9	52,5	53,6	53,1	53,3
2017	110,1	5,5	83,2	-5,4	-4,2	2,3	14,6	89,8	57,4	58,5	55,6	56,4
2018	111,2	6,6	83,8	-4,9	6,1	1,3	15,2	90,3	54,9	54,7	54,5	54,6
2018 T3	110,9	5,9	83,7	-5,1	6,6	1,9	15,3	90,3	54,3	54,0	54,4	54,3
T4	108,8	3,6	83,6	-6,4	7,9	-0,3	13,4	90,4	51,7	51,0	52,8	52,3
2019 T1	106,0	-0,5	83,2	-7,0	7,5	-1,0	11,6	90,7	49,1	49,0	52,4	51,5
T2	104,1	-4,3	82,4	-7,0	6,1	-0,7	11,6	90,5	47,7	48,5	53,1	51,8
2019 Mars	105,6	-1,6	—	-6,6	7,5	0,3	11,5	—	47,5	47,2	53,3	51,6
Avril	103,9	-4,3	82,8	-7,3	6,5	-1,1	11,8	90,6	47,9	48,0	52,8	51,5
Mai	105,2	-2,9	—	-6,5	4,1	-0,9	12,1	—	47,7	48,9	52,9	51,8
Juin	103,3	-5,6	—	-7,2	7,6	0,1	11,0	—	47,6	48,5	53,6	52,2
Juillet	102,7	-7,3	81,9	-6,6	5,0	-0,7	10,6	90,5	46,5	46,9	53,2	51,5
Août	103,1	-5,9	—	-7,1	3,7	0,5	9,3	—	47,0	47,9	53,5	51,9

Sources : Commission européenne (Direction générale des Affaires économiques et financières) (col. 1-8), Markit (col. 9-12).

3.7 Synthèse des comptes des ménages et des sociétés non financières

(prix courants, sauf indication contraire ; données brutes)

	Ménages						Sociétés non financières						
	Taux d'épargne (brut) ¹⁾	Ratio de dette	Revenu disponible brut réel	Investissement financier	Investissement non financier (brut)	Valeur nette ²⁾	Patrimoine immobilier	Participation aux bénéfices ³⁾	Taux d'épargne (net)	Ratio de dette ⁴⁾	Investissement financier	Investissement non financier (brut)	Financement
	En pourcentage du revenu disponible brut (ajusté)		Variations annuelles en pourcentage				En pourcentage de la valeur ajoutée nette		En pourcentage du PIB		Variations annuelles en pourcentage		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2016	12,1	93,8	1,8	2,0	6,1	3,3	2,7	35,7	7,7	139,0	4,9	6,1	2,9
2017	11,7	93,7	1,4	2,1	7,2	4,3	4,2	34,5	6,9	137,3	3,7	4,5	2,3
2018	11,9	93,5	1,6	2,0	7,7	2,5	4,7	34,3	6,6	136,2	2,0	7,7	1,3
2018 T2	11,7	93,5	2,1	2,0	8,2	4,0	4,7	34,8	7,0	137,7	3,1	1,6	1,8
T3	11,8	93,5	1,4	2,0	8,5	3,6	4,7	34,4	6,8	137,4	2,7	8,6	1,6
T4	11,9	93,5	1,6	2,0	8,5	2,5	4,7	34,3	6,6	136,2	2,0	21,3	1,3
2019 T1	12,4	93,1	2,7	2,2	7,7	3,5	4,0	33,9	6,4	135,9	1,8	5,5	1,3

Sources : BCE et Eurostat.

1) Fondé sur les sommes cumulées sur quatre trimestres de l'épargne et du revenu disponible brut (ajustés de la variation des droits nets des ménages sur les fonds de pension).

2) Actifs financiers (net des engagements financiers) et actifs non financiers. Les actifs non financiers recouvrent principalement du patrimoine immobilier (structures résidentielles et terrains). Ils incluent également les actifs non financiers des entreprises non constituées en sociétés classées dans le secteur des ménages.

3) La participation aux bénéfices utilise le revenu net d'entreprise, qui est globalement équivalent au bénéfice non distribué en comptabilité d'entreprise.

4) Fondé sur les encours de prêts, de titres de créance, de crédits commerciaux et d'engagements au titre des retraites.

3 Activité économique

3.8 Balance des paiements, compte des transactions courantes et compte de capital

(montant en milliards d'euros ; données cvs sauf indication contraire ; flux)

		Compte des transactions courantes										Compte de capital ¹⁾		
		Total			Biens		Services		Revenus primaires		Revenus secondaires			
		Crédit	Débit	Net	Crédit	Débit	Crédit	Débit	Crédit	Débit	Crédit	Débit	Crédit	Débit
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2018	T3	1038,1	963,7	74,4	588,2	525,3	230,1	204,4	191,1	165,4	28,7	68,7	8,8	5,7
	T4	1058,8	978,0	80,8	600,4	530,8	233,3	205,8	195,1	167,4	29,9	74,1	22,0	64,3
2019	T1	1061,1	969,7	91,3	606,2	524,6	233,7	205,7	192,0	171,5	29,2	67,9	10,5	14,8
	T2	1043,9	972,2	71,8	597,0	520,9	232,1	217,4	188,0	171,1	26,8	62,8	9,0	6,1
2019	Janvier	361,0	322,8	38,3	201,7	173,6	77,3	68,8	71,5	56,6	10,5	23,8	3,9	4,6
	Février	348,9	318,6	30,4	200,8	173,2	77,1	68,1	62,3	55,3	8,7	21,9	3,6	4,1
	Mars	351,1	328,4	22,7	203,6	177,9	79,3	68,7	58,2	59,5	10,0	22,3	3,0	6,1
	Avril	346,9	323,8	23,1	197,9	174,0	77,1	70,9	63,2	58,4	8,7	20,5	2,4	1,9
	Mai	350,9	320,6	30,3	199,7	172,8	77,0	71,4	64,8	56,9	9,3	19,5	3,0	2,0
	Juin	346,2	327,8	18,4	199,3	174,1	78,0	75,1	60,0	55,8	8,8	22,8	3,6	2,3
flux cumulés sur 12 mois														
2019	Juin	4201,8	3883,6	318,2	2391,8	2101,5	929,1	833,3	766,2	675,3	114,6	273,5	50,2	91,0
flux cumulés sur 12 mois en pourcentage du PIB														
2019	Juin	35,9	33,2	2,7	20,4	17,9	7,9	7,1	6,5	5,8	1,0	2,3	0,4	0,8

1) Le compte de capital n'est pas corrigé des variations saisonnières.

3.9 Échanges de biens de la zone euro ¹⁾, valeurs et volumes par groupes de produits ²⁾

(données cvs, sauf indication contraire)

		Total (données brutes)		Exportations (FAB)					Importations (CAF)					
		Exportations	Importations	Total			Pour mémoire : produits manufacturés		Total			Pour mémoire : Produits manufacturés	Pétrole	
		1	2	3	Biens intermédiaires	Biens d'équipement	Biens de consommation	7	8	Biens intermédiaires	Biens d'équipement	Biens de consommation	12	13
Valeurs (en milliards d'euros ; variations annuelles en pourcentage pour les colonnes 1 et 2)														
2018	T3	4,7	10,2	572,8	278,5	117,7	166,8	479,1	530,8	310,1	86,1	127,0	373,6	68,5
	T4	3,8	7,8	580,1	278,3	123,3	168,3	485,1	535,6	309,4	88,5	129,9	379,8	66,0
2019	T1	4,1	5,1	588,1	283,9	120,5	172,7	492,9	531,6	306,5	85,0	132,6	381,2	64,2
	T2	2,4	2,4	582,4	.	.	.	485,8	529,7	.	.	.	378,0	.
2019	Janvier	2,6	3,5	195,2	94,9	40,6	56,9	164,3	177,9	102,6	29,0	43,7	127,0	20,9
	Février	6,2	5,6	195,4	94,2	40,0	57,1	163,9	174,8	100,8	27,5	43,9	126,2	21,0
	Mars	3,5	6,2	197,5	94,9	40,0	58,7	164,6	178,9	103,2	28,5	45,0	128,0	22,2
	Avril	5,4	6,8	192,7	92,4	39,1	58,2	159,8	177,4	101,8	27,9	44,8	126,8	21,8
	Mai	7,1	4,8	195,5	91,6	40,4	59,0	163,3	175,9	101,1	28,3	43,7	125,0	22,3
	Juin	-4,7	-4,2	194,3	.	.	.	162,7	176,4	.	.	.	126,2	.
Indices de volume (2000 = 100 ; variations annuelles en pourcentage pour les colonnes 1 et 2)														
2018	T3	1,1	2,0	125,4	125,8	125,3	127,6	126,2	115,6	115,1	119,1	115,6	120,4	99,5
	T4	0,2	1,7	126,0	124,9	130,1	127,7	126,6	116,2	115,2	119,9	117,1	120,8	100,5
2019	T1	0,1	1,4	126,8	126,9	126,2	129,3	126,9	116,6	116,6	115,3	118,8	120,7	107,9
	T2	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2018	Décembre	-5,0	0,3	125,6	123,7	132,5	127,6	125,6	116,8	116,0	120,0	115,4	119,8	108,9
2019	Janvier	-1,1	1,9	126,4	127,1	127,9	128,3	126,8	117,6	118,2	118,8	116,9	120,6	111,3
	Février	2,0	1,5	126,6	126,3	125,6	128,4	126,7	115,3	115,0	112,4	118,8	120,5	105,8
	Mars	-0,7	0,8	127,5	127,1	125,1	131,2	127,1	116,9	116,7	114,6	120,9	121,2	106,5
	Avril	0,9	2,4	123,6	123,1	121,4	129,6	122,9	115,8	114,9	113,1	120,4	120,7	98,8
	Mai	3,3	1,3	125,3	122,1	125,9	130,2	125,6	115,1	113,6	117,0	118,0	119,5	99,2

Sources : BCE et Eurostat.

1) Les écarts entre le poste des biens figurant dans la balance des paiements de la BCE (tableau 3.8) et les échanges de biens enregistrés par Eurostat (tableau 3.9) découlent principalement de différences de définition.

2) Groupes de produits selon la classification par grandes catégories économiques.

4 Prix et coûts

4.1 Indice des prix à la consommation harmonisé ¹⁾

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	Total					Total (cvs ; variation en pourcentage par rapport à la période précédente) ²⁾						Pour mémoire : prix administrés	
	Indice : 2015 = 100	Total		Biens	Services	Total	Produits alimentaires transformés	Produits alimentaires non transformés	Produits manufacturés hors énergie	Énergie (données brutes)	Services	IPCH global hors prix administrés	Prix administrés
		Total	Total, hors produits alimentaires et énergie										
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
% du total en 2019	100,0	100,0	70,9	55,5	44,5	100,0	14,5	4,5	26,4	10,1	44,5	86,7	13,3
2016	100,2	0,2	0,8	-0,4	1,1	-	-	-	-	-	-	0,2	0,3
2017	101,8	1,5	1,0	1,6	1,4	-	-	-	-	-	-	1,6	1,0
2018	103,6	1,8	1,0	2,0	1,5	-	-	-	-	-	-	1,7	2,2
2018 T3	104,1	2,1	1,0	2,6	1,5	0,5	0,4	0,3	0,1	2,7	0,3	2,1	2,4
T4	104,3	1,9	1,0	2,3	1,5	0,3	0,3	0,3	0,1	1,6	0,2	1,8	2,8
2019 T1	103,5	1,4	1,0	1,5	1,4	0,0	0,6	0,2	0,1	-2,4	0,3	1,3	2,4
T2	105,3	1,4	1,1	1,3	1,5	0,5	0,6	-0,2	0,1	1,6	0,6	1,3	2,1
2019 Mars	104,4	1,4	0,8	1,6	1,1	0,1	0,4	-1,3	-0,1	0,8	0,2	1,3	2,2
Avril	105,1	1,7	1,3	1,5	1,9	0,3	0,1	0,0	0,0	0,7	0,5	1,7	2,1
Mai	105,2	1,2	0,8	1,4	1,0	0,1	0,2	0,5	0,1	0,9	-0,2	1,1	2,0
Juin	105,4	1,3	1,1	1,0	1,6	0,1	0,2	0,4	0,0	-1,2	0,4	1,1	2,2
Juillet	104,9	1,0	0,9	0,9	1,2	0,0	0,2	0,4	0,1	-0,6	0,1	1,0	1,3
Août ³⁾	105,1	1,0	0,9	.	1,3	0,1	0,2	0,9	0,0	-0,6	0,1	.	.

	Biens						Services						
	Alimentation (y compris boissons alcoolisées et tabac)			Produits manufacturés			Logement		Transports	Communica-tions	Services de loisirs et per-sonnels	Divers	
	Total	Produits alimen-taires transfor-més	Produits alimen-taires non transfor-més	Total	Produits manu-facturés hors énergie	Énergie							
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	
% du total en 2019	19,0	14,5	4,5	36,5	26,4	10,1	11,0	6,5	7,2	2,6	15,3	8,4	
2016	0,9	0,6	1,4	-1,1	0,4	-5,1	1,1	1,1	0,8	0,0	1,3	1,2	
2017	1,8	1,5	2,4	1,5	0,3	4,9	1,3	1,2	2,1	-1,1	2,1	0,8	
2018	2,2	2,1	2,3	1,9	0,3	6,4	1,2	1,2	1,5	-0,1	2,0	1,4	
2018 T3	2,5	2,1	3,8	2,7	0,2	9,5	1,1	1,1	1,4	0,2	2,2	1,3	
T4	2,0	1,9	2,0	2,4	0,2	8,4	1,2	1,1	1,5	-0,3	1,9	1,7	
2019 T1	2,0	1,9	1,9	1,3	0,3	3,9	1,2	1,2	1,3	-0,6	1,7	1,5	
T2	1,5	1,8	0,6	1,2	0,3	3,6	1,3	1,3	2,1	-1,2	2,0	1,5	
2019 Mars	1,8	2,0	1,1	1,5	0,1	5,3	1,2	1,2	1,1	-0,7	1,2	1,5	
Avril	1,5	1,7	0,8	1,6	0,2	5,3	1,3	1,2	2,5	-1,2	2,8	1,6	
Mai	1,5	1,9	0,4	1,3	0,3	3,8	1,3	1,2	1,5	-1,5	1,0	1,4	
Juin	1,6	1,9	0,7	0,6	0,3	1,7	1,5	1,4	2,2	-0,9	2,1	1,4	
Juillet	1,9	2,0	1,7	0,4	0,4	0,5	1,5	1,5	2,1	-1,1	0,8	1,4	
Août ³⁾	2,1	2,0	2,5	.	0,4	-0,6	.	.	.	.	.	.	

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

1) Les données reflètent la modification de la composition de la zone euro.

2) En mai 2016, la BCE a commencé à publier une série améliorée de l'IPCH corrigé des variations saisonnières pour la zone euro, suite à une révision de la méthode de désaisonnalisation décrite dans l'encadré 1, *Bulletin économique* n° 3, 2016 (https://publications.banque-france.fr/sites/default/files/medias/documents/bulletin-economique-bce_3_2016-05.pdf).

3) Estimation fondée sur des données nationales provisoires ainsi que sur des informations préliminaires sur les prix de l'énergie.

4 Prix et coûts

4.2 Prix des produits manufacturés, de la construction et de l'immobilier

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	Prix à la production dans l'industrie hors construction ¹⁾										Construc- tion ²⁾	Prix de l'immo- bilier résiden- tiel ³⁾	Indicateur expérimen- tal relatif aux prix de l'immobilier commer- cial ²⁾
	Total (indice : 2015 = 100)	Total	Industrie hors construction et énergie						Énergie				
			Secteur manu- facturier	Total	Biens intermé- diaires	Biens d'équi- pement	Biens de consommation						
							Total	Produits alimen- taires, boissons et tabac		Produits non alimen- taires			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
% du total en 2015	100,0	100,0	77,3	72,1	28,9	20,7	22,5	16,5	5,9	27,9			
2016	97,9	-2,1	-1,4	-0,5	-1,6	0,5	0,0	0,0	0,0	-6,9	0,7	4,0	5,0
2017	100,8	3,0	3,0	2,1	3,2	0,9	1,9	2,9	0,2	5,6	2,0	4,3	4,8
2018	104,0	3,2	2,4	1,5	2,6	1,0	0,4	0,2	0,6	8,1	2,4	4,8	4,2
2018 T3	104,9	4,3	3,2	1,5	3,1	1,1	0,1	-0,3	0,7	12,5	3,0	4,9	3,3
T4	105,7	4,0	2,3	1,4	2,5	1,1	0,3	-0,2	0,8	11,1	2,3	4,7	3,0
2019 T1	105,4	3,0	1,3	1,1	1,3	1,5	0,4	-0,1	1,0	7,7	2,5	4,0	.
T2	104,8	1,6	1,0	0,9	0,7	1,5	1,0	0,9	0,9	3,1	.	.	.
2019 Février	105,5	3,0	1,5	1,2	1,3	1,6	0,5	0,0	1,0	8,0	—	—	—
Mars	105,4	2,9	1,7	1,1	1,2	1,6	0,2	-0,4	1,0	7,7	—	—	—
Avril	105,1	2,6	1,6	1,1	1,2	1,5	0,8	0,6	1,0	6,4	—	—	—
Mai	105,0	1,6	1,2	1,0	0,8	1,6	1,0	0,9	0,9	3,1	—	—	—
juin	104,4	0,7	0,3	0,8	0,2	1,5	1,2	1,3	0,9	-0,2	—	—	—
juillet	104,6	0,2	0,3	0,6	-0,2	1,5	1,0	1,1	0,8	-1,7	—	—	—

Sources : Eurostat, calculs de la BCE et calculs de la BCE effectués à partir des données de MSCI et de sources nationales (col. 13).

1) Ventes domestiques uniquement.

2) Prix des intrants pour les immeubles résidentiels.

3) Données expérimentales établies à partir de sources non harmonisées (cf. https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_statistics/governance_and_quality_framework/html/experimental-data.en.html pour plus de détails).

4.3 Prix des matières premières et déflateurs du PIB

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	Déflateurs du PIB								Prix du pétrole (euros par baril)	Prix des matières premières hors énergie (en euros)					
	Total (cvs ; indice 2010 = 100)	Total	Demande intérieure				Expor- tations ¹⁾	Impor- tations ¹⁾		Pondération fondée sur les importations ²⁾			Pondération fondée sur l'utilisation ²⁾		
			Total	Consom- mation privée	Consom- mation publique	Formation brute de capital fixe				Total	Alimen- taires	Non alimen- taires	Total	Alimen- taires	Non alimen- taires
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
% du total										100,0	45,4	54,6	100,0	50,4	49,6
2016	106,9	0,8	0,4	0,4	0,5	0,7	-1,3	-2,4	39,9	-2,0	-1,4	-2,8	-3,1	-3,7	-2,3
2017	107,9	0,9	1,3	1,3	1,4	1,6	1,9	2,9	48,1	5,8	-3,5	16,6	6,7	-1,6	17,8
2018	109,2	1,3	1,7	1,5	1,7	1,9	1,3	2,3	60,4	-0,9	-6,3	4,3	-0,2	-5,5	5,7
2018 T3	109,3	1,2	1,9	1,7	1,9	2,3	2,2	3,8	64,8	2,0	-3,4	7,1	3,1	-2,2	8,8
T4	109,9	1,4	2,0	1,7	1,7	2,1	1,7	2,9	59,5	1,9	0,1	3,6	2,3	0,2	4,4
2019 T1	110,3	1,5	1,6	1,3	1,6	2,2	1,3	1,6	55,6	3,2	3,7	2,8	3,9	5,2	2,7
T2	110,8	1,6	1,6	1,4	1,6	2,2	1,1	1,2	61,0	-1,8	-0,6	-2,8	-0,1	4,8	-4,9
2019 Mars	—	—	—	—	—	—	—	—	58,8	4,3	2,4	6,0	5,9	6,3	5,5
Avril	—	—	—	—	—	—	—	—	63,4	2,0	1,2	2,8	4,3	7,5	1,0
Mai	—	—	—	—	—	—	—	—	63,1	-4,2	-3,3	-5,0	-2,3	2,6	-7,1
Juin	—	—	—	—	—	—	—	—	56,0	-2,9	0,5	-5,8	-2,1	4,4	-8,4
Juillet	—	—	—	—	—	—	—	—	57,1	2,9	4,2	1,8	3,0	7,8	-1,6
Août	—	—	—	—	—	—	—	—	53,3	-1,0	1,0	-2,7	-1,2	3,3	-5,7

Sources : Eurostat, calculs de la BCE et Bloomberg (col. 9).

1) Les déflateurs des importations et des exportations concernent les biens et services et comprennent les échanges intra-zone euro.

2) Pondéré des importations : pondération en fonction de la structure des importations moyennes sur la période 2009-2011. Pondéré de l'utilisation : pondération en fonction de la structure de la demande intérieure moyenne sur la période 2009-2011.

4 Prix et coûts

4.4 Enquêtes d'opinion sur les prix

(données cvs)

	Enquêtes de la Commission européenne auprès des chefs d'entreprise et des consommateurs (soldes d'opinion en pourcentage)					Enquêtes auprès des directeurs d'achat (indices de diffusion)			
	Anticipations relatives aux prix de vente (pour les trois prochains mois)				Évolution des prix à la consomma- tion sur les 12 derniers mois	Prix des consommations intermédiaires		Prix facturés	
	Industrie manufacturière	Commerce de détail	Services	Construction		Industrie manufacturière	Services	Industrie manufacturière	Services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-2015	4,2	—	—	-3,6	32,0	56,7	56,3	—	49,7
2016	-0,4	2,3	4,4	-7,1	0,6	49,8	53,9	49,3	49,6
2017	9,2	5,1	6,9	2,5	12,7	64,6	56,3	55,1	51,6
2018	11,5	7,4	9,4	12,1	20,3	65,4	57,9	56,1	52,7
2018 T3	11,1	7,5	9,0	12,4	21,2	65,2	58,4	55,5	52,8
T4	11,9	8,5	10,0	13,0	23,9	62,6	58,4	54,5	52,7
2019 T1	8,9	8,2	10,4	11,4	20,4	53,9	57,7	53,0	53,1
T2	4,6	7,2	9,1	6,1	19,7	50,6	57,1	51,2	52,3
2019 Mars	6,9	7,8	10,4	8,9	21,5	52,3	56,8	52,3	53,3
Avril	5,2	8,3	10,1	7,8	15,6	52,7	57,7	51,4	53,1
Mai	5,3	7,7	8,2	6,7	22,6	51,2	57,5	51,6	51,6
Juin	3,2	5,5	9,0	3,9	21,0	48,0	56,2	50,6	52,3
Juillet	1,4	6,8	8,5	4,0	18,7	46,3	56,7	48,8	52,3
Août	2,2	6,0	8,7	4,4	18,1	46,7	56,8	49,4	52,1

Sources : Commission européenne (direction générale des Affaires économiques et financières) et Markit.

4.5 Indices de coûts de main-d'œuvre

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire)

	Total (indice : 2016 = 100)	Total	Par composante		Pour une sélection d'activités		Pour mémoire : indicateur des salaires négociés ¹⁾
	1	2	Salaires et traitements	Cotisations sociales des employeurs	Économie marchande	Principalement économie non marchande	
	1	2	3	4	5	6	7
% du total en 2018	100,0	100,0	75,3	24,7	69,0	31,0	
2016	100,0	1,3	1,4	1,0	1,1	1,6	1,4
2017	101,8	1,8	1,8	1,8	1,9	1,6	1,5
2018	104,1	2,2	2,1	2,7	2,4	1,8	2,0
2018 T3	100,8	2,4	2,3	2,9	2,6	2,1	2,1
T4	110,6	2,3	2,3	2,4	2,3	2,4	2,1
2019 T1	99,6	2,5	2,5	2,2	2,4	2,4	2,3
T2	.	.	.	.	.	.	2,0

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

1) Données expérimentales établies à partir de sources non harmonisées (cf. https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_statistics/governance_and_quality_framework/html/experimental-data.en.html pour plus de détails).

4 Prix et coûts

4.6 Coûts unitaires de main-d'œuvre, rémunération par unité de facteur travail et productivité du travail

(variations annuelles en pourcentage, sauf indication contraire ; données trimestrielles cvs ; données annuelles brutes)

	Total (indice : 2010 = 100)	Total	Par activité économique									
	1	2	Agriculture, sylviculture et pêche	Industrie manufacturière, énergie et services publics	Construction	Commerce, transport, hébergement et restauration	Information et communi- cation	Activités financières et d'assu- rance	Activités immobilières	Activités spécialisées de services aux entre- prises et de soutien	Administration publique, enseigne- ment, santé et action sociale	Arts, spectacles et autres activités de services
			3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Coûts unitaires de main-d'œuvre												
2016	105,6	0,8	1,3	-0,7	0,5	1,1	-0,2	2,7	4,6	1,0	1,1	2,0
2017	106,3	0,7	-0,7	-0,8	1,0	0,2	0,6	-1,9	4,1	1,8	1,3	1,6
2018	108,1	1,7	0,7	1,5	0,9	1,7	1,8	-0,3	3,7	1,9	2,2	2,2
2018 T3	108,5	2,2	2,2	2,2	1,5	2,4	1,5	-0,4	4,3	2,7	2,5	2,5
T4	109,0	2,4	1,3	3,5	1,6	2,3	2,3	0,0	4,2	2,0	2,3	2,5
2019 T1	109,4	2,2	1,3	3,6	1,0	2,3	1,4	-0,5	4,8	2,0	2,0	1,7
T2	110,0	2,1	-0,9	3,8	0,8	2,2	1,6	-1,1	2,7	2,1	2,0	2,7
Rémunération par tête												
2016	109,6	1,3	0,1	1,4	1,8	1,5	0,6	2,4	2,8	0,6	1,4	1,5
2017	111,4	1,6	0,8	1,4	1,7	1,5	2,3	0,8	2,5	2,6	1,6	1,5
2018	113,8	2,1	2,1	1,9	1,8	2,4	2,8	1,4	3,2	2,7	2,0	2,3
2018 T3	114,3	2,4	2,4	2,2	2,2	2,7	2,7	1,8	3,9	3,0	2,1	2,9
T4	114,9	2,2	1,6	1,7	1,9	2,3	2,3	1,1	4,3	2,9	2,0	3,2
2019 T1	115,3	2,2	1,6	2,1	2,9	2,9	1,9	0,8	3,9	2,0	1,8	2,5
T2	115,9	2,1	1,8	1,5	2,6	2,5	1,5	0,9	3,0	2,5	1,9	3,0
Productivité par personne employée												
2016	103,8	0,5	-1,1	2,2	1,3	0,4	0,8	-0,2	-1,7	-0,4	0,3	-0,5
2017	104,8	0,9	1,5	2,2	0,7	1,3	1,8	2,7	-1,6	0,8	0,3	-0,1
2018	105,2	0,4	1,5	0,4	0,8	0,7	1,0	1,7	-0,4	0,7	-0,2	0,2
2018 T3	105,3	0,2	0,1	0,0	0,7	0,3	1,2	2,1	-0,4	0,3	-0,4	0,4
T4	105,3	-0,2	0,3	-1,8	0,4	0,0	0,0	1,2	0,0	0,9	-0,3	0,7
2019 T1	105,4	0,0	0,3	-1,5	1,9	0,6	0,5	1,3	-0,8	0,0	-0,2	0,8
T2	105,3	-0,1	2,7	-2,2	1,8	0,3	-0,1	2,0	0,2	0,4	-0,1	0,3
Rémunération par heure travaillée												
2016	111,2	1,1	-0,5	1,2	1,9	1,0	0,5	1,9	2,4	0,2	1,4	1,6
2017	113,3	1,9	1,0	1,5	1,6	1,8	2,5	1,4	2,4	2,7	2,1	2,1
2018	115,6	2,0	1,8	2,0	1,2	2,4	2,7	1,5	2,7	2,4	1,9	2,1
2018 T3	115,5	2,1	2,4	2,2	1,4	2,5	2,5	1,8	2,8	2,3	2,0	2,1
T4	116,0	1,8	1,3	1,7	1,3	2,1	1,9	0,8	4,0	2,5	1,7	2,4
2019 T1	116,5	1,8	0,2	1,9	1,9	2,3	1,6	0,5	3,8	1,7	1,8	2,4
T2	117,3	2,2	2,7	1,8	2,4	2,6	1,7	1,3	2,6	2,5	2,2	3,4
Productivité horaire du travail												
2016	105,7	0,5	-1,2	2,0	1,2	0,3	0,8	-0,6	-2,2	-0,5	0,3	-0,4
2017	107,2	1,3	2,1	2,4	0,8	1,8	2,0	3,3	-1,7	1,2	0,8	0,6
2018	107,7	0,5	0,8	0,6	0,5	1,0	1,2	1,8	-0,5	0,5	-0,3	0,3
2018 T3	107,2	0,1	-0,6	0,2	-0,1	0,4	1,1	2,1	-0,8	-0,4	-0,5	0,1
T4	107,2	-0,3	0,0	-1,7	0,0	0,1	-0,2	0,8	0,5	0,6	-0,5	0,2
2019 T1	107,3	-0,3	-0,7	-1,7	0,7	0,2	0,3	1,0	-0,3	-0,3	-0,2	0,6
T2	107,5	0,2	2,5	-1,9	1,3	0,6	0,4	2,5	0,0	0,3	0,2	0,7

Sources : Eurostat et calculs de la BCE.

5 Monnaie et crédit

5.1 Agrégats monétaires ¹⁾

(en milliards d'euros et taux de croissance annuels ; données cvs ; encours et taux de croissance en fin de période ; flux correspondant aux opérations sur la période)

	M3											
	M2						M3-M2					
	M1			M2-M1			Pensions	Parts de fonds d'investissement monétaires	Titres de créance d'une durée ≤ 2 ans			
	Monnaie fiduciaire	Dépôts à vue		Dépôts à terme d'une durée ≤ 2 ans	Dépôts remboursables avec un préavis ≤ 3 mois							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Encours												
2016	1 075,3	6 082,8	7 158,1	1 330,6	2 221,0	3 551,5	10 709,7	69,6	523,1	86,6	679,2	11 388,9
2017	1 111,6	6 637,3	7 748,9	1 197,0	2 260,9	3 457,9	11 206,8	74,7	512,0	71,6	658,4	11 865,1
2018	1 162,7	7 114,8	8 277,4	1 128,2	2 298,0	3 426,1	11 703,6	74,6	523,3	73,1	670,9	12 374,5
2018 T3	1 150,6	7 009,8	8 160,3	1 126,6	2 284,6	3 411,2	11 571,5	71,4	495,4	60,4	627,3	12 198,8
T4	1 162,7	7 114,8	8 277,4	1 128,2	2 298,0	3 426,1	11 703,6	74,6	523,3	73,1	670,9	12 374,5
2019 T1	1 180,7	7 285,2	8 465,9	1 113,0	2 318,5	3 431,5	11 897,4	74,4	509,6	30,9	614,9	12 512,3
T2	1 188,0	7 419,2	8 607,2	1 110,2	2 338,9	3 449,1	12 056,3	74,9	509,6	38,0	622,6	12 678,9
2019 Février	1 172,8	7 190,1	8 362,9	1 125,1	2 308,9	3 433,9	11 796,8	70,7	505,1	57,4	633,2	12 430,0
Mars	1 180,7	7 285,2	8 465,9	1 113,0	2 318,5	3 431,5	11 897,4	74,4	509,6	30,9	614,9	12 512,3
Avril	1 182,2	7 307,3	8 489,5	1 126,3	2 327,2	3 453,5	11 943,0	73,9	514,0	39,4	627,3	12 570,3
Mai	1 185,4	7 365,5	8 550,9	1 124,6	2 335,2	3 459,8	12 010,7	70,7	511,9	46,0	628,5	12 639,2
Juin	1 188,0	7 419,2	8 607,2	1 110,2	2 338,9	3 449,1	12 056,3	74,9	509,6	38,0	622,6	12 678,9
Juillet ^(p)	1 193,1	7 492,8	8 685,9	1 099,5	2 345,0	3 444,5	12 130,3	76,5	525,1	36,2	637,8	12 768,2
Flux												
2016	38,1	541,6	579,7	-106,1	16,1	-90,0	489,8	-4,3	34,3	18,3	48,3	538,0
2017	36,4	591,8	628,1	-110,5	34,3	-76,2	551,9	6,9	-10,9	-18,4	-22,4	529,5
2018	50,0	461,9	511,9	-71,5	45,0	-26,5	485,4	-3,5	11,3	-2,3	5,5	490,8
2018 T3	16,0	116,1	132,1	-51,8	14,1	-37,7	94,4	-2,4	-12,6	-4,8	-19,7	74,7
T4	12,1	105,3	117,4	0,3	13,4	13,7	131,1	2,9	27,7	9,3	39,8	170,9
2019 T1	18,1	167,8	185,9	-17,5	21,0	3,5	189,4	-0,5	-20,5	-38,7	-59,6	129,7
T2	7,9	138,8	146,6	-3,7	20,3	16,5	163,2	0,8	0,3	7,6	8,6	171,8
2019 Février	5,1	66,3	71,4	0,8	6,2	6,9	78,3	-4,3	-3,5	-4,2	-12,0	66,2
Mars	8,0	90,7	98,7	-13,4	9,5	-3,9	94,8	3,5	2,5	-24,7	-18,7	76,1
Avril	1,5	22,3	23,8	13,2	8,6	21,7	45,6	-0,5	4,6	8,2	12,3	57,9
Mai	3,2	58,4	61,6	-3,2	8,0	4,7	66,3	-3,2	-2,1	5,3	0,0	66,3
Juin	3,2	58,0	61,2	-13,7	3,8	-9,9	51,3	4,5	-2,2	-5,9	-3,6	47,6
Juillet ^(p)	5,0	70,4	75,4	-12,1	6,0	-6,1	69,3	1,4	15,6	-3,0	13,9	83,3
Taux de croissance												
2016	3,7	9,7	8,8	-7,4	0,7	-2,5	4,8	-5,8	7,0	26,1	7,6	5,0
2017	3,4	9,8	8,8	-8,4	1,5	-2,1	5,2	10,0	-2,1	-21,4	-3,3	4,7
2018	4,5	6,9	6,6	-6,0	2,0	-0,8	4,3	-4,6	2,2	-3,4	0,8	4,1
2018 T3	4,1	7,3	6,9	-7,4	1,8	-1,4	4,3	2,5	-6,7	-26,1	-8,1	3,6
T4	4,5	6,9	6,6	-6,0	2,0	-0,8	4,3	-4,6	2,2	-3,4	0,8	4,1
2019 T1	5,6	7,8	7,5	-5,5	2,6	-0,2	5,2	-1,1	-1,7	-49,5	-6,3	4,5
T2	4,8	7,7	7,2	-6,2	3,0	-0,1	5,0	1,1	-1,0	-39,6	-4,7	4,5
2019 Février	5,0	6,9	6,6	-4,9	2,2	-0,2	4,5	-7,1	-1,7	-4,1	-2,6	4,1
Mars	5,6	7,8	7,5	-5,5	2,6	-0,2	5,2	-1,1	-1,7	-49,5	-6,3	4,5
Avril	5,2	7,7	7,4	-3,7	2,8	0,6	5,3	-4,6	-0,8	-42,9	-5,8	4,7
Mai	4,9	7,6	7,2	-3,9	3,0	0,7	5,2	-2,4	-0,3	-28,2	-3,4	4,8
Juin	4,8	7,7	7,2	-6,2	3,0	-0,1	5,0	1,1	-1,0	-39,6	-4,7	4,5
Juillet ^(p)	5,0	8,3	7,8	-5,5	3,0	0,1	5,5	10,7	1,9	-40,5	-1,2	5,2

Source : BCE.

1) Les données reflètent la modification de la composition de la zone euro.

5 Monnaie et crédit

5.2 Dépôts dans M3 ¹⁾

(en milliards d'euros et taux de croissance annuels ; données cvs ; encours et taux de croissance en fin de période ; flux correspondant aux opérations sur la période)

	Sociétés non financières ²⁾					Ménages ³⁾					Sociétés financières autres que les IFM et les sociétés d'assurance et fonds de pension ²⁾	Sociétés d'assurance et fonds de pension	Autres administrations publiques ⁴⁾
	Total	Dépôts à vue	Dépôts à terme d'une durée ≤ 2 ans	Dépôts remboursables avec un préavis ≤ 3 mois	Pensions	Total	Dépôts à vue	Dépôts à terme d'une durée ≤ 2 ans	Dépôts remboursables avec un préavis ≤ 3 mois	Pensions			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Encours													
2016	2 093,2	1 630,3	295,1	159,6	8,2	6 055,5	3 402,3	644,9	2 006,3	2,1	972,0	199,5	383,8
2017	2 239,0	1 795,5	285,7	148,8	9,1	6 315,2	3 700,7	562,0	2 051,9	0,7	998,6	204,4	412,6
2018	2 336,5	1 900,3	280,8	147,5	7,8	6 643,0	4 034,7	517,3	2 089,8	1,2	1 004,6	200,2	431,2
2018 T3	2 309,7	1 886,3	267,9	148,7	6,8	6 545,8	3 946,3	524,6	2 073,8	1,1	986,4	212,2	438,3
T4	2 336,5	1 900,3	280,8	147,5	7,8	6 643,0	4 034,7	517,3	2 089,8	1,2	1 004,6	200,2	431,2
2019 T1	2 383,9	1 960,5	269,6	147,9	5,9	6 753,9	4 126,3	515,0	2 111,2	1,3	977,7	213,2	462,3
T2	2 407,2	1 985,8	263,8	150,2	7,4	6 844,1	4 203,9	510,3	2 128,0	1,9	1 012,3	217,4	462,3
2019 Février	2 347,9	1 919,0	275,8	147,0	6,1	6 723,4	4 103,0	516,8	2 102,0	1,5	965,2	206,0	452,1
Mars	2 383,9	1 960,5	269,6	147,9	5,9	6 753,9	4 126,3	515,0	2 111,2	1,3	977,7	213,2	462,3
Avril	2 390,9	1 963,1	271,7	148,8	7,2	6 789,7	4 156,2	513,5	2 118,3	1,7	983,4	211,7	459,0
Mai	2 401,7	1 977,0	268,5	149,2	7,0	6 828,6	4 188,3	512,7	2 126,1	1,6	990,2	216,7	458,7
Juin	2 407,2	1 985,8	263,8	150,2	7,4	6 844,1	4 203,9	510,3	2 128,0	1,9	1 012,3	217,4	462,3
Juillet ^(p)	2 438,0	2 018,0	263,2	150,4	6,4	6 898,1	4 253,7	508,8	2 133,4	2,1	1 003,2	220,9	453,6
Flux													
2016	131,8	156,6	-25,2	0,3	0,1	300,7	334,2	-46,5	13,9	-0,9	24,1	-28,4	19,1
2017	179,8	182,7	-3,1	-0,8	1,0	254,1	303,6	-81,6	33,5	-1,3	55,4	6,3	26,9
2018	93,6	103,0	-6,9	-1,1	-1,4	327,1	325,8	-45,1	45,9	0,5	-1,9	-4,8	17,8
2018 T3	25,9	35,4	-9,9	0,6	-0,2	76,0	75,5	-10,7	11,3	0,0	-29,2	-8,0	11,4
T4	27,3	14,2	13,0	-0,7	0,9	96,6	88,3	-7,5	15,7	0,1	17,2	-12,4	-6,8
2019 T1	50,1	61,9	-11,4	0,8	-1,2	109,7	90,9	-2,7	21,4	0,1	-31,8	12,4	30,5
T2	26,8	28,1	-5,4	2,6	1,5	90,2	78,1	-4,8	16,3	0,6	34,9	4,5	-0,3
2019 Février	22,6	19,6	4,4	-0,3	-1,0	44,9	38,8	-0,5	6,8	-0,1	-14,5	2,1	13,7
Mars	34,0	40,0	-6,6	0,8	-0,2	29,7	22,8	-2,1	9,2	-0,3	9,8	7,0	10,0
Avril	7,0	2,7	2,1	1,0	1,3	35,1	29,8	-2,0	6,9	0,4	6,4	-1,6	-3,3
Mai	11,8	15,0	-3,3	0,3	-0,2	38,8	32,0	-0,9	7,7	-0,1	4,7	5,0	-0,3
Juin	8,1	10,5	-4,1	1,3	0,4	16,3	16,3	-1,9	1,7	0,3	23,8	1,0	3,3
Juillet ^(p)	30,2	31,1	0,1	0,0	-1,0	53,6	49,6	-1,8	5,4	0,3	-12,8	3,3	-8,7
Taux de croissance													
2016	6,8	10,4	-7,9	0,3	1,4	5,2	10,9	-6,7	0,7	-29,3	2,5	-12,5	5,2
2017	8,6	11,2	-1,1	-0,5	12,5	4,2	8,9	-12,7	1,7	-65,5	5,8	3,2	7,0
2018	4,2	5,7	-2,5	-0,7	-16,0	5,2	8,8	-8,0	2,2	65,1	-0,2	-2,3	4,3
2018 T3	4,8	7,0	-6,8	0,3	27,4	4,5	8,4	-10,0	1,9	-45,8	1,0	5,2	4,8
T4	4,2	5,7	-2,5	-0,7	-16,0	5,2	8,8	-8,0	2,2	65,1	-0,2	-2,3	4,3
2019 T1	5,9	7,7	-2,7	0,2	-17,5	5,7	8,9	-5,5	2,9	-18,1	-2,4	0,4	10,8
T2	5,7	7,6	-4,9	2,3	12,4	5,8	8,6	-4,8	3,1	73,3	-0,9	-1,7	8,1
2019 Février	4,4	6,0	-2,8	-0,1	-25,7	5,6	8,9	-6,1	2,5	-13,6	-3,7	-1,3	8,4
Mars	5,9	7,7	-2,7	0,2	-17,5	5,7	8,9	-5,5	2,9	-18,1	-2,4	0,4	10,8
Avril	5,8	7,1	-0,6	1,6	0,1	5,8	8,9	-5,2	2,9	1,5	0,1	-0,5	9,2
Mai	5,5	6,8	-1,3	1,4	8,9	6,0	8,9	-4,7	3,2	20,2	-0,7	0,3	8,8
Juin	5,7	7,6	-4,9	2,3	12,4	5,8	8,6	-4,8	3,1	73,3	-0,9	-1,7	8,1
Juillet ^(p)	7,0	8,8	-3,0	2,4	-8,1	6,1	9,2	-4,6	3,1	15,9	-0,2	1,5	6,2

Source : BCE.

1) Les données reflètent la modification de la composition de la zone euro.

2) Conformément au SEC 2010, en décembre 2014 les sociétés *holdings* des groupes non financiers auparavant classées dans le secteur des sociétés non financières ont été reclassées dans le secteur des sociétés financières. Ces entités figurent dans les statistiques de bilan des IFM parmi les sociétés financières autres que les IFM et les sociétés d'assurance et fonds de pension.

3) Y compris les institutions sans but lucratif au service des ménages.

4) Se rapporte au secteur des administrations publiques hors administration centrale.

5 Monnaie et crédit

5.3 Créances sur les résidents de la zone euro ¹⁾

(en milliards d'euros et taux de croissance annuels ; données cvs ; encours et taux de croissance en fin de période ; flux correspondant aux opérations sur la période)

		Créances sur les administrations publiques			Créances sur les autres résidents de la zone euro								
		Total	Prêts	Titres de créance	Total	Prêts					Titres de créance	Actions et parts de fonds d'investissement non monétaires	
						Total	Aux sociétés non financières ³⁾	Aux ménages ⁴⁾	Aux sociétés financières autres que les IFM et les sociétés d'assurance et les fonds de pension ³⁾	Aux sociétés d'assurance et aux fonds de pension			
													Prêts corrigés ²⁾
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Encours													
2016		4 389,3	1 084,0	3 292,1	12 881,4	10 711,1	10 982,1	4 311,4	5 449,3	836,7	113,5	1 387,4	782,9
2017		4 625,9	1 033,3	3 578,7	13 116,4	10 874,1	11 167,4	4 325,4	5 600,0	839,1	109,6	1 442,4	799,8
2018		4 687,0	1 007,4	3 668,2	13 418,1	11 127,0	11 484,9	4 408,8	5 741,5	848,8	127,9	1 520,0	771,0
2018	T3	4 627,4	1 003,5	3 609,9	13 363,1	11 064,5	11 394,1	4 396,2	5 702,0	841,9	124,4	1 513,8	784,8
	T4	4 687,0	1 007,4	3 668,2	13 418,1	11 127,0	11 484,9	4 408,8	5 741,5	848,8	127,9	1 520,0	771,0
2019	T1	4 662,8	1 001,3	3 650,1	13 527,0	11 196,3	11 548,1	4 422,3	5 788,2	854,4	131,4	1 527,4	803,4
	T2	4 633,4	1 000,7	3 621,0	13 642,4	11 293,8	11 668,4	4 461,7	5 825,7	874,9	131,4	1 546,6	802,0
2019	Février	4 684,7	1 000,8	3 672,0	13 502,5	11 179,4	11 527,1	4 425,2	5 770,5	857,4	126,3	1 533,1	789,9
	Mars	4 662,8	1 001,3	3 650,1	13 527,0	11 196,3	11 548,1	4 422,3	5 788,2	854,4	131,4	1 527,4	803,4
	Avril	4 639,6	998,2	3 630,0	13 570,4	11 234,0	11 591,2	4 443,8	5 800,5	864,1	125,7	1 523,3	813,1
	Mai	4 632,4	1 004,3	3 616,4	13 592,9	11 257,4	11 623,7	4 463,9	5 807,5	862,8	123,2	1 533,9	801,6
	Juin	4 633,4	1 000,7	3 621,0	13 642,4	11 293,8	11 668,4	4 461,7	5 825,7	874,9	131,4	1 546,6	802,0
	Juillet ^(p)	4 673,6	1 000,6	3 661,4	13 680,0	11 338,8	11 710,6	4 486,4	5 842,7	876,1	133,7	1 534,2	807,0
Flux													
2016		485,9	-34,5	520,3	319,6	235,8	259,9	82,5	121,1	43,2	-11,0	80,3	3,6
2017		289,7	-43,2	332,3	362,7	274,8	315,6	82,7	173,7	22,0	-3,5	64,3	23,6
2018		92,5	-28,3	120,8	372,6	304,7	378,4	124,0	166,2	-3,6	18,1	89,4	-21,4
2018	T3	48,0	-16,2	64,5	105,3	91,0	88,0	48,7	49,9	-12,1	4,5	18,6	-4,2
	T4	40,8	4,0	36,8	66,0	60,1	92,6	16,5	42,0	-1,8	3,4	13,6	-7,7
2019	T1	-41,0	-6,8	-34,2	107,5	83,1	78,7	25,2	50,1	6,0	1,8	-1,7	26,1
	T2 ^(p)	-56,9	-1,4	-55,8	126,4	113,8	134,4	53,8	38,7	24,2	-2,8	17,5	-4,9
2019	Février	10,9	-4,8	15,3	46,4	25,0	32,2	17,6	12,9	-4,1	-1,4	7,1	14,3
	Mars	-38,8	0,4	-38,7	26,2	23,1	27,7	3,2	18,8	-2,4	3,5	-8,7	11,8
	Avril	-22,2	-3,2	-19,0	40,5	41,7	46,6	26,1	12,6	8,6	-5,7	-6,3	5,2
	Mai	-8,3	5,9	-14,5	34,0	25,6	33,7	21,9	7,6	-1,5	-2,5	13,9	-5,5
	Juin	-26,4	-4,1	-22,3	52,0	46,6	54,0	5,8	18,4	17,1	5,3	10,0	-4,6
	Juillet ^(p)	14,8	-0,2	15,0	34,7	45,0	43,0	25,9	17,1	-0,1	2,2	-14,2	3,9
Taux de croissance													
2016		12,4	-3,1	18,7	2,5	2,3	2,4	1,9	2,3	5,5	-8,9	6,1	0,5
2017		6,6	-4,0	10,2	2,8	2,6	2,9	1,9	3,2	2,7	-3,1	4,6	3,0
2018		2,0	-2,7	3,4	2,8	2,8	3,4	2,9	3,0	-0,4	16,5	6,2	-2,7
2018	T3	3,1	-4,4	5,3	3,0	3,0	3,4	3,2	3,1	-0,3	11,7	5,9	-1,1
	T4	2,0	-2,7	3,4	2,8	2,8	3,4	2,9	3,0	-0,4	16,5	6,2	-2,7
2019	T1	1,8	-2,4	3,0	2,8	2,7	3,2	2,5	3,1	-1,3	14,8	4,1	1,9
	T2	-0,2	-2,0	0,3	3,1	3,2	3,5	3,3	3,2	1,8	5,8	3,2	1,2
2019	Février	2,5	-2,6	4,0	2,8	2,7	3,3	2,6	3,2	-1,4	10,6	5,3	-0,3
	Mars	1,8	-2,4	3,0	2,8	2,7	3,2	2,5	3,1	-1,3	14,8	4,1	1,9
	Avril	1,3	-2,7	2,5	2,7	2,8	3,4	2,8	3,2	0,6	5,4	2,6	1,2
	Mai	0,6	-2,2	1,5	2,6	2,7	3,3	2,7	3,1	-0,4	1,6	3,1	0,5
	Juin	-0,2	-2,0	0,3	3,1	3,2	3,5	3,3	3,2	1,8	5,8	3,2	1,2
	Juillet ^(p)	-0,5	-1,4	-0,2	2,9	3,2	3,6	3,3	3,2	2,5	7,1	1,2	1,8

Source : BCE.

1) Les données reflètent la modification de la composition de la zone euro.

2) Corrigés des cessions de prêts et de la titrisation (avec pour résultat leur décomptabilisation dans le bilan statistique des IFM) et des positions liées aux services de *cash pooling* notionnel fournis par les IFM.

3) Conformément au SEC 2010, en décembre 2014 les sociétés *holdings* des groupes non financiers auparavant classées dans le secteur des sociétés non financières ont été reclassées dans le secteur des sociétés financières. Ces entités figurent dans les statistiques de bilan des IFM parmi les sociétés financières autres que les IFM et les sociétés d'assurance et fonds de pension.

4) Y compris les institutions sans but lucratif au service des ménages.

5 Monnaie et crédit

5.4 Prêts accordés par les IFM aux sociétés non financières et aux ménages de la zone euro ¹⁾

(en milliards d'euros et taux de croissance annuels ; données cvs ; encours et taux de croissance en fin de période ; flux correspondant aux opérations sur la période)

		Sociétés non financières ²⁾				Ménages ³⁾					
		Total		≤ 1 an	> 1 an et ≤ 5 ans	> 5 ans	Total		Crédits à la consomma- tion	Prêts au logement	Autres prêts
		Prêts corrigés ⁴⁾					Prêts corrigés ⁴⁾				
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Encours											
2016		4 311,4	4 309,1	1 013,3	795,7	2 502,4	5 449,3	5 728,7	615,9	4 084,1	749,3
2017		4 325,4	4 360,1	987,3	820,2	2 517,9	5 600,0	5 866,6	654,4	4 217,0	728,6
2018		4 408,8	4 494,3	995,7	844,3	2 568,7	5 741,5	6 023,3	683,5	4 353,9	704,1
2018	T3	4 396,2	4 459,8	999,7	836,2	2 560,4	5 702,0	5 979,1	678,6	4 311,7	711,7
	T4	4 408,8	4 494,3	995,7	844,3	2 568,7	5 741,5	6 023,3	683,5	4 353,9	704,1
2019	T1	4 422,3	4 508,9	979,9	852,0	2 590,4	5 788,2	6 065,7	694,4	4 391,6	702,2
	T2	4 461,7	4 555,9	978,6	867,7	2 615,5	5 825,7	6 112,2	707,6	4 421,3	696,8
2019	Février	4 425,2	4 506,1	980,1	851,5	2 593,7	5 770,5	6 051,7	690,8	4 375,6	704,0
	Mars	4 422,3	4 508,9	979,9	852,0	2 590,4	5 788,2	6 065,7	694,4	4 391,6	702,2
	Avril	4 443,8	4 528,0	984,9	858,9	2 600,0	5 800,5	6 083,2	695,7	4 405,3	699,5
	Mai	4 463,9	4 546,6	982,4	865,7	2 615,9	5 807,5	6 098,7	701,0	4 409,5	697,0
	Juin	4 461,7	4 555,9	978,6	867,7	2 615,5	5 825,7	6 112,2	707,6	4 421,3	696,8
	Juillet ^(p)	4 486,4	4 575,9	987,1	874,7	2 624,6	5 842,7	6 133,0	710,8	4 437,0	694,9
Flux											
2016		82,5	100,4	-14,7	43,2	54,0	121,1	113,8	24,1	105,4	-8,4
2017		82,7	131,7	-0,3	38,0	45,0	173,7	165,5	45,1	134,3	-5,8
2018		124,0	176,1	19,6	33,5	70,8	166,2	188,6	39,6	136,4	-9,8
2018	T3	48,7	47,8	16,4	9,7	22,6	49,9	48,6	10,3	40,5	-0,9
	T4	16,5	40,9	-2,3	7,4	11,3	42,0	50,8	7,7	39,2	-4,9
2019	T1	25,2	23,7	-14,3	10,3	29,2	50,1	49,0	11,7	38,7	-0,3
	T2	53,8	58,4	2,6	18,6	32,7	38,7	48,6	13,1	27,3	-1,7
2019	Février	17,6	17,3	0,7	5,3	11,6	12,9	17,5	3,3	9,1	0,5
	Mars	3,2	8,3	-0,8	2,2	1,9	18,8	16,1	3,9	15,8	-0,9
	Avril	26,1	23,7	6,4	7,2	12,6	12,6	17,4	2,8	10,2	-0,4
	Mai	21,9	18,8	-2,4	7,0	17,4	7,6	16,9	5,6	4,2	-2,2
	Juin	5,8	15,8	-1,4	4,4	2,8	18,4	14,3	4,7	12,8	0,8
	Juillet ^(p)	25,9	21,8	8,3	7,3	10,3	17,1	20,9	3,3	15,5	-1,7
Taux de croissance											
2016		1,9	2,4	-1,4	5,7	2,2	2,3	2,0	4,1	2,7	-1,1
2017		1,9	3,1	0,0	4,8	1,8	3,2	2,9	7,3	3,3	-0,8
2018		2,9	4,1	2,0	4,1	2,8	3,0	3,2	6,1	3,2	-1,4
2018	T3	3,2	4,3	3,3	4,6	2,8	3,1	3,1	6,9	3,2	-0,9
	T4	2,9	4,1	2,0	4,1	2,8	3,0	3,2	6,1	3,2	-1,4
2019	T1	2,5	3,7	-1,2	4,6	3,3	3,1	3,3	6,1	3,5	-1,5
	T2 ^(p)	3,3	3,9	0,2	5,6	3,8	3,2	3,3	6,4	3,4	-1,1
2019	Février	2,6	3,8	0,1	4,5	3,0	3,2	3,3	6,0	3,5	-1,2
	Mars	2,5	3,7	-1,2	4,6	3,3	3,1	3,3	6,1	3,5	-1,5
	Avril	2,8	3,9	-0,9	5,3	3,4	3,2	3,3	5,8	3,5	-1,3
	Mai	2,7	3,8	-1,6	5,5	3,5	3,1	3,3	6,1	3,4	-1,6
	Juin	3,3	3,9	0,2	5,6	3,8	3,2	3,3	6,4	3,4	-1,1
	Juillet ^(p)	3,3	3,9	-0,2	5,7	3,9	3,2	3,4	6,2	3,5	-1,2

Source : BCE.

1) Les données reflètent la modification de la composition de la zone euro.

2) Conformément au SEC 2010, en décembre 2014 les sociétés *holdings* des groupes non financiers auparavant classées dans le secteur des sociétés non financières ont été reclassées dans le secteur des sociétés financières. Ces entités figurent dans les statistiques de bilan des IFM parmi les sociétés financières autres que les IFM et les sociétés d'assurance et fonds de pension.

3) Y compris les institutions sans but lucratif au service des ménages.

4) Corrigés des cessions de prêts et de la titrisation (avec pour résultat leur décomptabilisation dans le bilan statistique des IFM) et des positions liées aux services de *cash pooling* notionnel fournis par les IFM.

5 Monnaie et crédit

5.5 Contreparties de M3 autres que les créances sur les résidents de la zone euro ¹⁾

(en milliards d'euros et taux de croissance annuels ; données cvs ; encours et taux de croissance en fin de période ; flux correspondant aux opérations sur la période)

	Passif des IFM						Actif des IFM			
	Dépôts de l'administration centrale ²⁾	Engagements financiers à long terme vis-à-vis des autres résidents de la zone euro					Position extérieure nette	Autre		
		Total	Dépôts à terme d'une durée > 2 ans	Dépôts remboursables avec préavis > 3 mois	Titres de créance d'une durée initiale > 2 ans	Capital et réserves		Total		
								Mises en pension auprès de contreparties centrales ³⁾	Prises en pension de contreparties centrales ³⁾	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Encours										
2016	307,7	6955,9	2089,5	70,9	2 145,9	2649,6	1 124,8	257,0	205,9	121,6
2017	343,9	6 768,4	1 968,3	59,7	2 014,1	2 726,2	935,5	299,8	143,5	92,5
2018	378,9	6 808,8	1 941,4	56,0	2 090,6	2 720,8	1 028,6	428,5	187,0	194,9
2018 T3	403,7	6 693,6	1 934,8	56,9	2 048,5	2 653,5	881,1	424,5	177,3	183,0
T4	378,9	6 808,8	1 941,4	56,0	2 090,6	2 720,8	1 028,6	428,5	187,0	194,9
2019 T1	367,4	6 903,1	1 937,7	55,6	2 144,8	2 764,9	1 174,3	418,6	199,0	212,3
T2	366,6	6 980,2	1 955,8	57,6	2 132,3	2 834,6	1 315,2	434,7	191,5	207,8
2019 Février	409,0	6 875,6	1 936,6	55,6	2 140,6	2 742,7	1 110,1	417,2	198,1	210,5
Mars	367,4	6 903,1	1 937,7	55,6	2 144,8	2 764,9	1 174,3	418,6	199,0	212,3
Avril	362,2	6 892,0	1 934,7	56,0	2 129,7	2 771,5	1 196,5	417,9	216,8	232,2
Mai	361,8	6 905,8	1 932,2	56,5	2 130,3	2 786,8	1 271,1	410,5	212,8	229,2
Juin	366,6	6 980,2	1 955,8	57,6	2 132,3	2 834,6	1 315,2	434,7	191,5	207,8
Juillet ^(p)	370,5	7 015,8	1 927,8	58,1	2 148,5	2 881,5	1 399,7	401,2	206,5	224,1
Flux										
2016	22,0	-122,9	-71,3	-8,6	-118,7	75,7	-278,3	-90,2	12,8	-12,0
2017	39,1	-74,9	-83,7	-6,6	-72,0	87,4	-92,5	-66,2	-61,2	-28,5
2018	39,0	45,1	-37,8	-4,9	17,0	70,8	64,6	45,2	21,8	24,2
2018 T3	76,4	29,8	-16,2	-1,5	19,2	28,4	38,9	-11,3	3,2	-0,8
T4	-24,1	16,4	-0,5	-0,9	3,4	14,4	34,7	21,8	9,7	11,9
2019 T1	-11,4	50,8	-10,7	-0,3	44,7	17,1	109,7	-7,1	2,7	5,5
T2	-0,7	46,8	20,5	2,0	-1,8	26,2	109,0	39,4	-7,1	-4,5
2019 Février	31,5	21,3	-3,3	0,0	26,3	-1,8	42,7	19,1	-0,9	2,1
Mars	-41,4	8,4	-1,5	0,0	-1,4	11,3	48,0	7,6	-8,4	-10,2
Avril	-5,2	-5,4	-2,6	0,3	-14,0	10,9	26,5	2,5	17,8	19,8
Mai	-0,4	5,2	-1,8	0,6	-0,9	7,2	58,9	-13,5	-4,1	-2,9
Juin	4,8	47,1	24,8	1,1	13,1	8,1	23,6	50,4	-20,8	-21,4
Juillet ^(p)	3,9	-3,5	-29,1	0,4	10,0	15,3	59,0	-24,9	14,9	16,3
Taux de croissance										
2016	7,8	-1,7	-3,4	-10,9	-5,3	2,9	—	—	6,3	-9,0
2017	12,6	-1,1	-4,0	-9,7	-3,4	3,3	—	—	-29,8	-23,5
2018	11,3	0,7	-1,9	-8,1	0,8	2,7	—	—	11,0	2,2
2018 T3	14,3	0,0	-2,8	-9,3	0,0	2,3	—	—	7,5	3,9
T4	11,3	0,7	-1,9	-8,1	0,8	2,7	—	—	11,0	2,2
2019 T1	8,8	1,3	-1,6	-6,4	2,5	2,7	—	—	18,9	12,7
T2	12,0	2,1	-0,4	-1,3	3,2	3,2	—	—	5,1	6,7
2019 Février	19,7	1,4	-1,8	-7,1	2,9	2,8	—	—	35,9	27,9
Mars	8,8	1,3	-1,6	-6,4	2,5	2,7	—	—	18,9	12,7
Avril	4,6	1,1	-1,9	-5,4	2,2	2,6	—	—	40,6	44,3
Mai	8,7	1,3	-1,6	-3,8	2,4	2,8	—	—	14,4	15,9
Juin	12,0	2,1	-0,4	-1,3	3,2	3,2	—	—	5,1	6,7
Juillet ^(p)	5,5	1,9	-1,9	0,5	3,8	3,4	—	—	7,1	9,9

Source : BCE.

1) Les données reflètent la modification de la composition de la zone euro.

2) Recouvrent les dépôts de l'administration centrale auprès du secteur des IFM et leurs portefeuilles de titres émis par le secteur des IFM.

3) Non corrigés des effets saisonniers.

6 Évolutions budgétaires

6.1 Déficit/excédent

(en pourcentage du PIB ; flux sur un an)

	Déficit (-)/excédent (+)					Pour mémoire : Déficit (-)/ excédent (+) primaire
	Total	Administrations centrales	Administrations d'États fédérés	Administrations locales	Administrations de sécurité sociale	
	1	2	3	4	5	6
2015	-2,0	-1,9	-0,2	0,1	-0,1	0,3
2016	-1,6	-1,7	-0,1	0,2	0,1	0,6
2017	-1,0	-1,3	0,0	0,2	0,1	1,0
2018	-0,5	-1,1	0,1	0,2	0,3	1,3
2018 T2	-0,5	.	.	.	.	1,4
T3	-0,4	.	.	.	.	1,4
T4	-0,5	.	.	.	.	1,3
2019 T1	-0,7	.	.	.	.	1,1

Sources : BCE pour les données annuelles ; Eurostat pour les données trimestrielles.

6.2 Recettes et dépenses

(en pourcentage du PIB ; flux sur un an)

	Recettes					Dépenses							
	Total	Recettes courantes			Recettes en capital	Total	Dépenses courantes				Dépenses en capital		
		Impôts directs	Impôts indirects	Cotisations sociales nettes			Rémunération des salariés	Consommation intermédiaire	Intérêts	Prestations sociales			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2015	46,2	45,7	12,5	13,0	15,2	0,5	48,3	44,4	10,0	5,2	2,3	22,7	3,9
2016	46,0	45,5	12,5	12,9	15,2	0,5	47,5	44,0	9,9	5,2	2,1	22,7	3,6
2017	46,1	45,7	12,8	12,9	15,2	0,4	47,0	43,3	9,8	5,2	2,0	22,4	3,8
2018	46,3	45,9	13,0	13,0	15,2	0,4	46,8	43,1	9,8	5,2	1,8	22,3	3,7
2018 T2	46,2	45,8	12,9	12,9	15,2	0,4	46,7	43,0	9,8	5,2	1,9	22,3	3,7
T3	46,2	45,8	12,9	13,0	15,2	0,4	46,7	43,0	9,8	5,2	1,9	22,3	3,6
T4	46,3	45,9	13,0	13,0	15,2	0,4	46,8	43,1	9,8	5,2	1,8	22,3	3,7
2019 T1	46,2	45,7	12,9	13,0	15,1	0,4	46,8	43,1	9,8	5,2	1,8	22,3	3,7

Sources : BCE pour les données annuelles ; Eurostat pour les données trimestrielles.

6.3 Ratio dette publique/PIB

(en pourcentage du PIB ; encours en fin de période)

	Total	Instrument financier			Détenteur			Durée initiale		Durée résiduelle			Devises	
		Monnaie fiduciaire et dépôts	Prêts	Titres de créance	Créanciers résidents	Créanciers non-résidents	IFM	≤ 1 an	> 1 an	≤ 1 an	> 1 an et ≤ 5 ans	> 5 ans	Euro ou monnaies participantes	Autres devises
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2015	90,1	2,8	16,4	70,9	44,3	27,5	45,7	9,1	81,0	17,5	31,3	41,3	88,0	2,1
2016	89,2	2,7	15,6	70,9	46,8	30,7	42,5	8,8	80,5	17,2	29,8	42,2	87,2	2,1
2017	87,1	2,6	14,5	70,0	47,6	32,1	39,5	8,0	79,0	15,8	28,9	42,3	85,2	1,8
2018	85,1	2,6	13,7	68,9	47,3	32,3	37,8	7,5	77,7	15,6	28,2	41,3	83,7	1,5
2018 T2	86,6	2,6	14,0	70,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
T3	86,4	2,6	13,8	70,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
T4	85,1	2,6	13,7	68,9	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2019 T1	85,9	2,6	13,6	69,7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

Sources : BCE pour les données annuelles ; Eurostat pour les données trimestrielles.

6 Évolutions budgétaires

6.4 Variation annuelle du ratio dette publique/PIB et facteurs sous-jacents ¹⁾

(en pourcentage du PIB ; flux sur un an)

	Variation du ratio dette/PIB ²⁾	Déficit (+) /excédent (-) primaire	Ajustement dette-déficit							Écart croissance/ taux d'intérêt	Pour mémoire : besoin de financement	
			Total	Opérations sur les principaux actifs financiers				Effets de valo- risation et autres variations en volume	Autres			
				Total	Monnaie fiduciaire et dépôts	Prêts	Titres de créance					Actions et parts de fonds d'investis- sement
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2015	-1,9	-0,3	-0,8	-0,5	0,2	-0,3	-0,3	-0,1	0,0	-0,4	-0,8	1,2
2016	-0,8	-0,6	0,1	0,2	0,3	-0,1	0,0	0,1	0,0	-0,1	-0,4	1,6
2017	-2,2	-1,0	-0,1	0,3	0,5	0,0	-0,2	0,1	-0,1	-0,4	-1,1	0,9
2018	-1,9	-1,3	0,3	0,3	0,4	-0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	-0,9	0,8
2018 T2	-2,8	-1,4	-0,2	0,3	0,2	-0,1	0,0	0,2	-0,1	-0,4	-1,3	0,5
T3	-2,0	-1,4	0,5	0,7	0,6	0,0	0,0	0,2	-0,1	-0,1	-1,1	1,0
T4	-1,9	-1,3	0,3	0,5	0,4	-0,1	0,0	0,1	0,0	-0,2	-0,9	0,8
2019 T1	-1,2	-1,1	0,7	0,7	0,6	-0,1	0,0	0,2	0,1	-0,1	-0,8	1,2

Sources : BCE pour les données annuelles ; Eurostat pour les données trimestrielles.

1) Les prêts intergouvernementaux dans le cadre de la crise financière sont consolidés excepté dans les données trimestrielles relatives à l'ajustement dette/déficit.

2) Calculée comme la différence entre le ratio dette publique/PIB à la fin de la période de référence et un an auparavant.

6.5 Titres de créance des administrations publiques ¹⁾

(service de la dette en pourcentage du PIB ; flux durant la période de service de la dette ; rendements nominaux moyens en pourcentage annuel)

	Service de la dette dû dans l'année ²⁾					Durée résiduelle moyenne en années ³⁾	Rendements nominaux moyens ⁴⁾						
	Total	Principal		Intérêts			Encours					Opérations	
		Échéances ≤ 3 mois	Échéances ≤ 3 mois	Total	Taux variable		Coupon zéro	Taux fixe		Émissions	Rembour- sements		
								Durées ≤ 1 an					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2016	14,1	12,4	4,6	1,7	0,4	6,9	2,6	1,2	-0,1	3,0	2,9	0,2	1,2
2017	12,9	11,2	4,2	1,7	0,4	7,1	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,3	0,3	1,1
2018	12,6	11,1	3,7	1,5	0,4	7,3	2,3	1,1	-0,1	2,7	2,5	0,4	0,9
2018 T2	12,5	10,9	3,4	1,6	0,4	7,3	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,5	0,4	0,9
T3	12,7	11,1	3,7	1,6	0,4	7,3	2,3	1,1	-0,1	2,7	2,6	0,4	0,9
T4	12,6	11,1	3,7	1,5	0,4	7,3	2,3	1,1	-0,1	2,7	2,5	0,4	0,9
2019 T1	12,7	11,2	3,8	1,5	0,4	7,4	2,3	1,1	0,0	2,6	2,5	0,5	1,0
2019 Février	12,7	11,2	4,0	1,5	0,4	7,3	2,3	1,1	0,0	2,7	2,4	0,4	0,9
Mars	12,7	11,2	3,8	1,5	0,4	7,4	2,3	1,1	0,0	2,6	2,5	0,5	1,0
Avril	13,1	11,6	3,9	1,5	0,4	7,4	2,3	1,2	0,0	2,6	2,5	0,5	1,1
Mai	12,8	11,4	3,4	1,5	0,4	7,4	2,3	1,2	0,0	2,6	2,5	0,5	1,0
Juin	12,8	11,4	3,7	1,5	0,4	7,4	2,3	1,3	0,0	2,6	2,3	0,5	0,9
Juillet	13,0	11,5	4,0	1,5	0,4	7,5	2,2	1,3	-0,1	2,6	2,3	0,4	1,0

Source : BCE.

1) Données en valeur nominale et non consolidées au sein du secteur des administrations publiques.

2) Hors paiements futurs sur les titres de créance ne figurant pas encore dans l'encours et hors remboursements anticipés.

3) Durée résiduelle en fin de période.

4) Encours en fin de période ; opérations exprimées en moyenne sur 12 mois.

6 Évolutions budgétaires

6.6 Évolutions budgétaires dans les pays de la zone euro

(en pourcentage du PIB ; flux sur un an et encours en fin de période)

	Belgique	Allemagne	Estonie	Irlande	Grèce	Espagne	France	Italie	Chypre
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Déficit (-)/excédent (+) des administrations publiques									
2015	-2,4	0,8	0,1	-1,9	-5,6	-5,3	-3,6	-2,6	-1,3
2016	-2,4	0,9	-0,3	-0,7	0,5	-4,5	-3,5	-2,5	0,3
2017	-0,8	1,0	-0,4	-0,3	0,7	-3,1	-2,8	-2,4	1,8
2018	-0,7	1,7	-0,6	0,0	1,1	-2,5	-2,5	-2,1	-4,8
2018 T2	-0,4	1,9	0,1	-0,6	0,8	-2,7	-2,7	-2,0	3,5
T3	-0,3	2,0	0,1	-0,5	0,8	-2,6	-2,5	-2,1	-4,9
T4	-0,7	1,7	-0,6	0,0	1,1	-2,5	-2,5	-2,1	-4,8
2019 T1	-1,0	1,7	-0,7	0,0	0,4	-2,4	-3,2	-2,1	-4,2
Dettes des administrations publiques									
2015	106,4	71,6	9,9	76,8	175,9	99,3	95,6	131,6	108,0
2016	106,1	68,5	9,2	73,5	178,5	99,0	98,0	131,4	105,5
2017	103,4	64,5	9,2	68,5	176,2	98,1	98,4	131,4	95,8
2018	102,0	60,9	8,4	64,8	181,1	97,1	98,4	132,2	102,5
2018 T2	105,9	62,2	8,7	68,4	177,5	98,2	99,0	133,5	102,9
T3	105,4	61,8	8,5	67,4	182,3	98,3	99,4	133,5	110,1
T4	102,0	60,9	8,4	63,6	181,1	97,1	98,4	132,2	102,5
2019 T1	105,1	61,0	8,1	65,6	181,9	98,7	99,7	134,0	105,0

	Lettonie	Lituanie	Luxembourg	Malte	Pays-Bas	Autriche	Portugal	Slovénie	Slovaquie	Finlande
	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19
Déficit (-)/excédent (+) des administrations publiques										
2015	-1,4	-0,3	1,4	-1,0	-2,0	-1,0	-4,4	-2,8	-2,6	-2,8
2016	0,1	0,2	1,9	0,9	0,0	-1,6	-2,0	-1,9	-2,2	-1,7
2017	-0,6	0,5	1,4	3,4	1,2	-0,8	-3,0	0,0	-0,8	-0,8
2018	-1,0	0,7	2,4	2,0	1,5	0,1	-0,5	0,7	-0,7	-0,7
2018 T2	-0,2	0,7	1,7	3,8	1,8	0,1	-1,1	0,5	-0,6	-1,0
T3	-0,5	0,6	2,1	3,4	2,0	0,2	-0,2	0,5	-0,5	-0,7
T4	-1,0	0,7	2,4	2,0	1,5	0,1	-0,5	0,7	-0,7	-0,8
2019 T1	-0,9	0,2	2,8	1,9	1,8	-0,2	-0,1	0,6	-0,7	-0,8
Dettes des administrations publiques										
2015	36,8	42,6	22,2	57,9	64,6	84,7	128,8	82,6	52,2	63,4
2016	40,3	40,0	20,7	55,5	61,9	83,0	129,2	78,7	51,8	63,0
2017	40,0	39,4	23,0	50,2	57,0	78,2	124,8	74,1	50,9	61,3
2018	35,9	34,2	21,4	46,0	52,4	73,8	121,5	70,1	48,9	58,9
2018 T2	36,9	35,0	22,1	49,0	53,9	76,3	124,9	72,6	51,9	60,0
T3	37,0	35,0	21,7	46,0	52,9	75,4	124,8	71,1	51,5	59,4
T4	35,9	34,2	21,4	46,0	52,4	73,8	121,5	70,1	48,9	59,5
2019 T1	37,2	34,1	21,3	46,6	50,9	72,7	123,0	67,9	48,9	59,3

Source : Eurostat.

© **Banque centrale européenne, 2019**

Adresse postale 60640 Frankfurt am Main, Allemagne
Téléphone +49 69 1344 0
Site internet www.ecb.europa.eu

Tous droits réservés. Les reproductions à usage éducatif et non commercial sont cependant autorisées en citant la source.

Le présent *Bulletin* a été préparé sous la responsabilité du directoire de la BCE. Les traductions sont effectuées et publiées par les banques centrales nationales (la version française de ce *Bulletin* a été réalisée par la Banque de France et la Banque nationale de Belgique).

La date d'arrêté des statistiques figurant dans cette publication est le 11 septembre 2019.

Pour la terminologie spécifique, veuillez consulter le [glossaire de la BCE](#) (disponible uniquement en anglais).

ISSN 2363-3425 (PDF)
Numéro de catalogue UE QB-BP-19-006-FR-N (PDF)

Directeur de la publication : Gilles Vaysset

Secrétaire général